



UNIVERSIDAD ESAN

FACULTAD DE DERECHO Y CIENCIAS SOCIALES

**Propuesta de un vehículo de inversión que
promueva el capital de riesgo para startups
dinámicas y de alto impacto en el Perú**

Tesis para optar por el Título de Abogado

Nombre : Luis Alberto Narro León

Asesor : Ítalo Bizerra Osorio

Fecha : Lima, junio de 2018

Esta Tesis denominada:

**PROPUESTA DE UN VEHÍCULO DE INVERSIÓN QUE PROMUEVA EL CAPITAL DE
RIESGO PARA STARTUPS DINÁMICAS Y DE ALTO IMPACTO EN EL PERÚ**

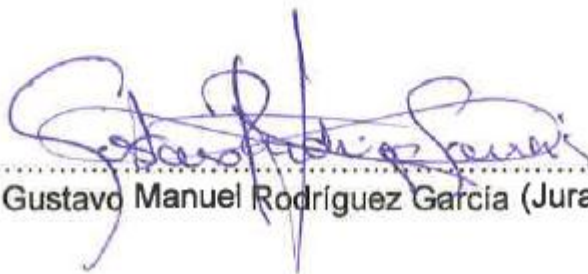
ha sido aprobada.



.....
Javier Fernando Del Carpio Gallegos (Jurado Presidente)



.....
Abel Revoredo Palacios (Jurado)



.....
Gustavo Manuel Rodríguez García (Jurado)

Universidad ESAN

2018

Agradecimiento

A don Lucho y doña Wilma, pilares de la familia Narro León. A mis hermanas, sobrinos y sobrinas. Por ustedes es todo.

A los Narro León y León Saldaña, y nuestra querida tierra de Cajamarca, Contumazá y Guzmango.

A mis amigo/as por siempre transmitirme su confianza en que este proyecto podía ser una realidad.

Al Dr. Ítalo Bizerra por haberme guiado hacia la investigación empírica y por resaltar la importancia de estudiar la realidad- el mercado y sus actores- para complementar las concepciones teóricas. A la Dra. Romaní por haber asesorado esta investigación desde lejos físicamente, pero tan cerca de corazón.

A Lucho, Gina y Pame. Gracias por su confianza, apoyo y cariño.

A todos aquellos que me abrieron la puerta desde el primer momento, en especial a los que participaron en el estudio empírico. Me llevo su buena onda y humildad. ¡Son un ejemplo!

Índice

1. Resumen	8
2. Introducción	9
2.1 Descripción de la situación problemática.....	12
2.2 Pregunta de investigación.....	15
2.3 Objetivos	16
3. Justificación de la investigación.....	16
4. Viabilidad.....	22
5. Metodología de la investigación	23
6. Marco teórico	27
6.1 Contexto de la investigación	27
6.1.1 Promoción de un Fondo de Fondos para el desarrollo de la pequeña y mediana empresa (Invertir, 2008).....	27
6.1.2 Fondos de Capital de Riesgo: Una alternativa de financiamiento para las micro y pequeñas empresas (MYPEs) en el Perú	30
6.1.3 El ecosistema peruano de emprendimiento dinámico: señales para el optimismo y áreas de mejora (FOMIN, 2014/2015)	32
6.1.4 Promoviendo las startups en América Latina (OCDE, 2016)	35
6.2 Definiciones	37
6.2.1 <i>Startup</i> dinámica y de alto impacto.....	37
6.2.2 Ecosistema de emprendimiento.....	40
6.2.3 Ciclo de vida de la <i>startup</i> y fuentes de inversión.....	43
6.2.4 Capital de riesgo.....	49
6.2.5 Fondos híbridos de capital de riesgo	53
6.2.5.1 Fondos híbridos bajo la modalidad de <i>equity</i>	56
6.2.5.2 Fondos híbridos bajo la modalidad de deuda	59
6.2.6 El rol de COFIDE.....	62
6.3 Experiencias internacionales	70
6.3.1 El capital de riesgo (VC) en Estados Unidos	70
6.3.1.1 La participación del Estado en el desarrollo del VC	70
6.3.1.2 Las características de los fondos VC.....	75
6.3.1.2.1 Las partes (Limited Partnership Agreement)	75
6.3.1.2.2 Instrumento de inversión.....	77

6.3.1.2.3 Inversión escalonada	83
6.3.1.2.4 Plazo fijo de la inversión	85
6.3.1.2.5 Compensación	86
6.3.1.2.6 Distribución obligatoria de rendimientos	87
6.3.1.2.7 Desinversión.....	88
6.3.1.2.8 Aspectos fiscales	90
6.3.2 El capital de riesgo (VC) en México	91
6.3.2.1 La participación del Estado en el desarrollo del VC	91
6.3.2.2 Las características de los fondos VC en México.....	98
6.3.2.2.1 Las partes.....	98
6.3.2.2.2 Forma de inversión.....	102
6.3.2.2.4 Protección de accionistas minoritarios	107
6.3.2.2.5 Inversión escalonada	108
6.3.2.2.6 Compensación	109
6.3.2.2.7 Distribución de rendimientos	109
6.3.2.2.8 Desinversión.....	111
6.3.2.2.9 Aspectos fiscales	113
6.3.2.2.10 Derechos de preferencia	114
6.3.2.2.11 Conflictos de interés	114
6.3.3 El capital de riesgo (VC) en Chile.....	114
6.3.3.1 La participación del Estado en el desarrollo del VC	114
6.3.3.2 Las características de los fondos VC.....	119
6.3.3.2.1 Las partes.....	119
6.3.3.2.2 Financiamiento de CORFO.....	121
6.3.3.2.3 Forma de inversión.....	123
6.3.3.2.4 Inversión escalonada	128
6.3.3.2.5 Compensación	129
6.3.3.2.6 Distribución de rendimientos	129
6.3.3.2.7 Desinversión.....	131
6.3.3.2.8 Aspectos regulatorios y fiscales	133
6.3.3.2.9 Derechos de preferencia	135
6.3.3.2.10 Conflictos de interés	135

6.4	Aproximación a los FCE del capital de riesgo	136
6.4.1	Primer listado de FCE	136
6.4.2	Segundo listado de FCE	147
6.4.3	Resumen de FCE.....	151
7.	Estudio empírico	153
7.1	Tipo	153
7.2	Enfoque	154
7.3	Unidad de análisis	155
7.4	Muestra.....	156
7.5	Instrumento de medición – Entrevista de FCE.....	157
7.6	Consolidación de los FCE identificados	159
7.6.1	Cuestiones generales	159
7.6.2	Formato para la recopilación de la información.....	159
7.6.3	Áreas cubiertas por los FCE.....	161
7.6.4	Consolidación de los FCE.....	161
7.6.5	Reseña de resultados de los FCE del estudio empírico	161
7.6.6	Resumen de los FCE	172
7.7	Consolidación de los FCE (marco teórico y estudio empírico).....	174
8.	Propuesta del vehículo de inversión que promueva el capital de riesgo para <i>startups</i> dinámicas y de alto impacto en el Perú	177
8.1	Contexto – El capital de riesgo en el Perú.....	178
8.2	Lineamientos generales del vehículo de inversión.....	182
8.2.1	Etapas en la cadena de inversión	182
8.2.2	Tamaño del mercado	187
8.2.3	Beneficiarios.....	191
8.2.3.1	Inversionistas.....	191
8.2.3.2	Compañías (<i>startups</i>)	192
8.2.4	Instrumento de inversión.....	194
8.3	El vehículo de inversión.....	197
8.3.1	El Fideicomiso.....	197
8.3.2	Fase 1: Promoción del capital <i>startup</i>	204
8.3.3	Fase 2: Promoción del capital de riesgo – Serie A.....	208

8.4	Propuesta de un vehículo de inversión que promueva el capital de riesgo para <i>startups</i> dinámicas y de alto impacto en el Perú	214
9.	Conclusiones, limitaciones y recomendaciones	225
9.1	Conclusiones	225
12.1	Limitaciones	230
12.2	Oportunidades	232
13.	Bibliografía	234
14.	Anexos.....	243
14.1	Anexo 1: Entrevistas de Factores Críticos de Éxito	243
14.1.1	Mauro Sartori	243
14.1.2	Víctor Besoain.....	245
14.1.3	Mauricio González	247
14.1.4	Javier Salinas.....	249
14.1.5	Jaime Sotomayor	251
14.1.6	Pedro Neira.....	253
14.1.7	Ana Sofía Valdivia	255
14.1.8	Fabio Valentim.....	257
14.1.9	Javier Benavides.....	259
14.1.10	Margarita Coronado	261
14.1.11	Sergio Rodríguez.....	263
14.1.12	Adriana Tortajada.....	265
14.1.13	Gonzalo Villarán	267
14.1.14	Carolina Arias	269
14.1.15	Greg Mitchell	271
14.1.16	Hernán Fernández	273
14.1.17	Arturo Torres.....	275
14.1.18	José Miguel Porto.....	277
14.1.19	Gianni Romaní	280
14.1.20	Dulio Costa.....	282

1. Resumen

La presente investigación tuvo como objetivo identificar los factores críticos de éxito del capital de riesgo que, a su vez, sirvieron para proponer un vehículo de inversión que promueva el capital de riesgo para *startups* dinámicas y de alto impacto en el Perú. Para ello, se utilizó una metodología basada en el método inductivo. Así, en primer lugar, se realizó una revisión de la literatura para identificar los factores críticos de éxito del capital de riesgo basado en las experiencias de Estados Unidos, México y Chile; la misma que permitió tener una primera base de conocimiento sobre la materia.

En segundo lugar, se realizó un estudio empírico con enfoque cualitativo cuyo objetivo fue la identificación de los factores críticos de éxito por parte de expertos internacionales y actores del ecosistema de emprendimiento peruano. Dentro de la unidad de análisis se hizo especial énfasis en los inversionistas y funcionarios de instituciones promotoras del capital de riesgo; no obstante, también se incluyeron a emprendedores, instituciones privadas como incubadoras y aceleradoras de negocios, y proveedores de servicios legales y financieros. Para esta sección se utilizaron entrevistas basadas en la metodología de los Factores Críticos de Éxito publicada por los profesores Daniel, Rockart y Bullen, respectivamente (Daniel 1961) (Rockart 1979) (Rockart y Bullen 1981).

En base a las fuentes antes señaladas, la presente investigación logró sistematizar una serie de conceptos en tres relaciones de factores críticos de éxito: Relación i): Institución promotora e Inversionistas (gestor y aportantes); Relación ii) Fondo de Capital de Riesgo – *Startup*; y Relación iii) Otros. Para cada categoría, la consolidación de los factores críticos de éxito permitió identificar (24) factores en la relación i); (12) en la relación ii); y, (7) factores que indirectamente se relacionaban con el capital de riesgo.

Finalmente, los factores críticos de éxito antes señalados constituyeron la principal fuente para el desarrollo de una propuesta de vehículo de inversión que promueva el capital de riesgo para *startups* dinámicas y de alto impacto en el Perú.

2. Introducción

En el Perú han destacado programas de impulso de la Micro y Pequeña Empresa (en adelante, MYPE) a través de la provisión de herramientas financieras y no financieras (COFIDE, COFIDE 2015)¹. Diversas instituciones estatales han abordado esta tarea en la medida que se la ha considerado como prioritaria para el desarrollo económico. En paralelo, el mercado ha desarrollado una oferta de servicios financieros que ha colocado al Perú en una posición de liderazgo en el sector de las microfinanzas (Perú es el país emergente con mejor entorno para microfinanzas 2015) (Quispe, León y Contreras 2012)². De esta manera, se ha podido observar la convivencia de, por lo menos, tres factores para el crecimiento del emprendimiento tradicional: i) los emprendedores generadores de MYPEs; ii) el sector privado prestando servicios financieros; y, iii) el Estado promoviendo la generación de una oferta de servicios financieros y no financieros.

En la presente investigación, se considerará un modelo basado en la participación de emprendedores, inversionistas y administradores de capital, y la de instituciones vinculadas al Estado en la promoción de los denominados emprendimientos dinámicos y de alto impacto. Estos emprendimientos se diferencian de sus pares tradicionales en la medida que involucrarán un alto potencial de crecimiento, diferenciación e innovación, y, en determinados casos, se sustentarán en una propuesta de base tecnológica (Osterwalder y Pigneur 2009) (Rivas, El fomento al emprendimiento dinámico en países del Cono Sur de América Latina 2014) (Hidalgo, Kamiya y Reyes 2014) (OCDE, Startup América Latina 2013). En la misma lógica del emprendimiento tradicional, el emprendimiento dinámico y de alto impacto requerirá de una visión sistémica; es decir, las acciones de los actores públicos y privados vinculados al tema deberán estar articuladas.

Precisamente, esta visión involucrará una serie de elementos como la generación de una masa crítica de emprendimientos y emprendedores, propuestas de negocio disruptivas

¹ Por ejemplo, el Centro de Desarrollo Empresarial (CDE) de COFIDE es “una plataforma física de servicios dirigidos a la MYPE (...). Los principales servicios que se brindan en el CDE son de asesoría y capacitación, con el objetivo de promover el desarrollo empresarial”. De igual manera, respecto a los servicios financieros, COFIDE se encarga del “fortalecimiento patrimonial de las instituciones financieras especializadas en el sector MYPE (IFIES), con el objetivo de facilitar su crecimiento, principalmente a través del otorgamiento de créditos subordinados y mediante actividades coordinadas con estas empresas”.

² El primer lugar del Perú en el ranking ‘Microscopio Global 2014: Análisis del entorno para la inclusión financiera’ consolida siete años consecutivos del país como el mejor contexto para las microfinanzas, obteniendo un puntaje de 87 sobre 100 y por encima de Colombia (85) y Filipinas (79), segundo y tercer lugar respectivamente. Esto ha permitido mayor dinamismo en el sector microfinanzas, según datos del Banco Central de Reserva del Perú.

con capacidad de rápido escalamiento, uso de tecnología, talento humano, alto nivel de educación, cadena y mecanismos de inversión y financiamiento, masa crítica de inversionistas especializados, regulación y normativa favorable al emprendimiento, entre otros aspectos; todos ellos como parte del denominado ecosistema de emprendimiento (Hidalgo, Kamiya y Reyes 2014) (BID, El Fondo Emprender 2012) (Kantis, Federico y Ibarra García 2014). Dentro del ecosistema, esta investigación estará enfocada en los mecanismos de inversión, específicamente, en los fondos de capital de riesgo (*Venture Capital*) para *startups* dinámicas y de alto impacto.

Respecto al capital de riesgo, la doctrina y la experiencia internacional han identificado la importancia y el rol que le corresponde en el fortalecimiento de las empresas jóvenes en su capacidad de gestión, mejora en el foco y la presencia en el mercado, mejora de sus sistemas de gobierno y la administración de su crecimiento (Divakaran, McGinnis y Shariff 2014, 4). Vale señalar, que la lógica detrás de este tipo de inversiones se articulará en función al elevado nivel de riesgo asociado a la inversión, el cual es generado, principalmente, por el alto grado de incertidumbre, asimetría de la información y costos de agencia involucrados (R. Gilson 2002, 13-16). Además de este nivel de riesgo, la ausencia de activos del emprendedor y, en muchos casos, una percepción negativa sobre el emprendimiento en general, determinarán que el acceso a los servicios financieros de la banca tradicional tenga diversas limitaciones (Clark, VC Evolved 2014, 13).

Por otro lado, las inversiones de capital de riesgo involucrarán un componente importante de acompañamiento, cuyos objetivos principales incluirán la reducción del nivel de riesgo por una participación activa del inversionista en las decisiones del *startup* y una acelerada generación de valor que se materializará en una alta rentabilidad dentro de un plazo determinado (BID, El Fondo Emprender 2012, 7). Considerando estas particularidades, el mercado ha generado una oferta de capitales alternativos para el emprendimiento, dentro de los cuales se incluye, pero no se limita, al capital de riesgo, y donde también se incluirá al *love capital* (también conocido como FFF – *Friends, Family, and Fools*), el capital semilla, las plataformas de *crowdfunding* y los inversionistas ángeles; todos ellos gestados bajo la lógica de riesgo/rendimiento antes descrita y ordenados en función al ciclo de vida de la

startup y una cadena de inversión referencial (Rivas, El fomento del emprendimiento dinámico en países del Cono Sur de América Latina 2014, 13).

En atención a lo señalado, Ronald Gilson ha denominado como el problema de la simultaneidad a la necesaria convivencia de tres tipos de actores para el desarrollo de una industria de capital de riesgo, incluyendo a los emprendedores demandantes de capital, los inversionistas ofertantes del mismo y los intermediarios especializados que articularán la relación entre ambos (R. Gilson 2002, 37). Es preciso señalar que el autor considera como válida la participación del Estado dentro del esquema tripartito antes señalado; no obstante, este rol deberá limitarse a una labor de promoción en el surgimiento y consolidación de cualquiera de los tres actores antes señalados (R. Gilson 2002, 38).

En línea con este rol del Estado, el Banco Mundial, la Corporación Andina de Fomento (CAF), el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y el Fondo Multilateral de Inversiones (FOMIN) comparten la opinión que la limitada oferta de capital de riesgo en países en vías de desarrollo, y especialmente en América Latina, limitarían el crecimiento de la MYPE (Divakaran, McGinnis y Shariff 2014, 5-6) (Hidalgo, Kamiya y Reyes 2014, 40) (Crespi, Fernández-Arias y Stein 2014, 132-134) (Dalberg 2012, 3-10).

De la misma manera, la ausencia de una oferta de capital para la MYPE sería un problema que también se ha identificado en países desarrollados; por ejemplo, en los Estados Unidos. En el caso estadounidense, a partir del año 1958 en donde se promulgó el *Small Business Investment Act*, se dio origen al primer esquema de promoción del capital de riesgo bajo la dirección de la *Small Business Administration* (SBA) (J.B.K Jr. 1968, 772). En el marco de este programa, se crearon vehículos especiales de capital de riesgo, denominados *Small Business Investment Company* (SBIC), con recursos privados y públicos, que buscaban atender la presunta brecha de acceso a capital (*equity gap*) que afectaba el desarrollo de las SMEs estadounidenses (SMEs son siglas en inglés de ‘*Small and Medium Enterprises*’) (J.B.K Jr. 1968, 772) (Dahlstrom 2009, 53) (Murray, y otros 2012, 2).

En atención a lo anterior, la presente investigación tendrá como objetivo identificar los factores críticos de éxito del capital de riesgo que, a su vez, servirán para proponer un

vehículo de inversión que promueva el capital de riesgo para *startups* dinámicas y de alto impacto en el Perú. Para ello, se utilizará una metodología basada en el método inductivo.

De esta manera, la investigación estará dividida en tres partes principales. En primer lugar, en el marco teórico se estudiará el desarrollo del capital de riesgo en Estados Unidos, México y Chile, específicamente sobre los programas de promoción del capital de riesgo y se realizará un primer acercamiento a los factores críticos de éxito que la literatura ha identificado en los países antes mencionados. En segundo lugar, se presentará un estudio empírico en donde, a través del desarrollo de una entrevista de preguntas abiertas basada en la metodología de los profesores Rockart y Bullen, los entrevistados podrán identificar los factores críticos de éxito del capital de riesgo en base a su experiencia (Rockart 1979) (Rockart y Bullen 1981). En tercer lugar, se presentará la sistematización de los factores críticos de éxito identificados en las secciones anteriores permitiendo elaborar una propuesta de vehículo de inversión que promueva el capital de riesgo para *startups* dinámicas y de alto impacto en el Perú.

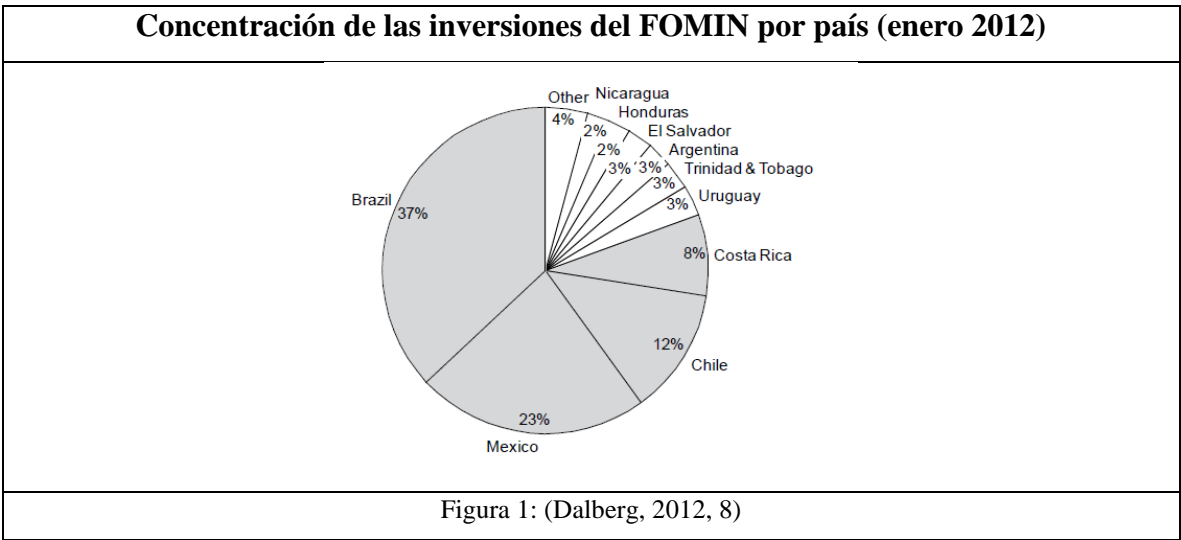
2.1 Descripción de la situación problemática

De acuerdo al Banco Mundial, a pesar de la gran cantidad de MYPEs operando en los mercados en vías de desarrollo, la oferta de capital de riesgo y crecimiento para *startups* dinámicas y de alto impacto sería aún reducida y fragmentada (Divakaran, McGinnis y Shariff 2014, 5). Esta misma institución afirma que la ausencia de capital de riesgo y capital privado (*Private Equity*), además de ser una limitación en el acceso al capital de estas empresas, también limitará la exposición al *know how* que aporta este perfil de inversionistas (Divakaran, McGinnis y Shariff 2014, 6). En términos similares, la CAF señala que el estímulo para generar inversión en los países de América Latina sería aún temprano y de poco impacto, lo que estaría reflejado en la poca presencia de capital de riesgo (Hidalgo, Kamiya y Reyes 2014, 40).

En línea con lo anterior, el BID ha señalado que uno de los factores que limitarían el acceso al financiamiento de emprendedores sería la falta de una masa crítica de capital humano especializado en capital de riesgo y otras formas de financiamiento de la iniciativa emprendedora (Crespi, Fernández-Arias y Stein 2014, 132). Esta misma institución reconoce una relación directa entre la masa crítica de flujo de operaciones (*deal flow*) y el capital de

riesgo, en el sentido que la generación de *deal flow* sería más efectiva con una industria de capital de riesgo que financie los mejores modelos de negocio, de la misma manera que esta industria se vería favorecida por un mayor desarrollo de la masa crítica de emprendimientos (Crespi, Fernández-Arias y Stein 2014, 134).

De la misma manera, el FOMIN ha venido impulsando, desde el año 1996, la generación de la industria de capital de riesgo en América Latina a través de una inversión, a 2012, de US\$ 160M invertidos en 60 fondos de capital de riesgo e impactando en 350 empresas objetivo (Dalberg 2012, 3). El reporte de Dalberg (2012) que analiza el impacto de estas inversiones, ha señalado que la principal barrera de las MYPEs en América Latina es el acceso al financiamiento, por lo cual, el capital de riesgo podría asumir un rol importante en mejorar el rendimiento de estas empresas, así como expandir sus beneficios a la economía en su conjunto (Dalberg 2012, 10). Vale señalar que, dentro de este mismo reporte, se omite una referencia al Perú como receptor de estos capitales, evidenciándose, por ejemplo, en el siguiente cuadro (Figura 1):



En el mismo sentido, en el reporte de la *Latin American Venture Capital and Private Equity Association* (LAVCA) que evalúa la dimensión de las inversiones de capital de riesgo entre los años 2011 – 2015 en América Latina, se señala que en el Perú se habrían realizado inversiones por un total de US\$ 33M que representan el 1.6% del total de inversiones en la

región (US\$ 2,074M), y que solo existirían 4 fondos de capital de riesgo, representantes del 0.6% del total de fondos en la región (667 fondos) (LAVCA 2016, 9).

Por otro lado, la ausencia de una oferta de capital para la MYPE sería un problema que anteriormente también se habría identificado en países desarrollados; por ejemplo, fue objeto de amplio debate en Estados Unidos hasta la promulgación del *Small Business Investment Act* en 1958, el mismo que dio origen al primer esquema de promoción del capital de riesgo bajo la dirección de la *Small Business Administration* (SBA) (J.B.K Jr. 1968, 772). En el marco de este programa, se crearon vehículos especiales de capital de riesgo, denominados *Small Business Investment Company* (SBICs), con recursos públicos y privados (J.B.K Jr. 1968, 772). El propósito de este acto legislativo fue establecer un programa que complementara la inadecuada fuente de capital privado y préstamos de largo plazo a la pequeña empresa para financiar sus operaciones, además de su crecimiento, expansión y modernización (Barnes 1959, 18).

En este sentido, diversos actores coinciden en que dicho acto legislativo se justificó en la presunta existencia de una brecha de acceso a capital (*equity gap*)³ que afectaría el desarrollo de las SMEs estadounidenses (J.B.K Jr. 1968, 772) (Dahlstrom 2009, 53) (Murray, y otros 2012, 2). Esta brecha se habría generado porque la oferta de capital de la banca comercial estaría dirigida a préstamos de corto y mediano plazo, no a capital de riesgo ni préstamos de largo plazo (Barnes 1959, 18). De la misma manera, señala J.B.K. Jr., que los bancos, fondos mutuos y las compañías de seguros, aun estando habilitados por ley a realizar este tipo de inversiones, habrían tenido cierta resistencia a realizarlas debido a un deber de protección sobre sus inversionistas (J.B.K Jr. 1968, 774). Es por ello, que el programa original SBIC se basó en el otorgamiento de licencias para la creación de vehículos especiales

³ En (J.B.K Jr. 1968, 772-781) se hace referencia al contexto que envolvió a la emisión del Small Business Investment Act de 1958. De esta manera, el autor señala existía un debate en Estados Unidos, que también se había dado previamente en el Reino Unido, sobre la existencia de un *equity gap*, en el acceso de capital de la pequeña y mediana empresa (SMEs) estadounidense. Dentro del informe de la Reserva Federal presentado ante el Congreso en 1958 se describieron cuatro fuentes de capital para la pequeña y mediana empresa: i) préstamos de corto plazo (menores a un año); ii) préstamos de mediano plazo (de uno a cinco años); iii) préstamos de largo plazo (más de cinco años); y, iv) *equity financing* (J.B.K Jr. 1968, 773-774). De la misma manera, este mismo autor considera que existían cuatro alternativas para solucionar la brecha de capital antes señalada: i) subsidio directo del Estado a favor de las empresas objetivo; ii) patrocinio del gobierno para la generación de '*state and local development companies*'; iii) la creación de bancos de capitales que realizaran préstamos directos a las empresas objetivo; iv) apoyo del gobierno a instituciones privadas de inversión (J.B.K Jr. 1968, 778-781). Fue este último modelo el promovido por el Congreso en el *Small Business Investment Act* de 1958, en donde la principal política incluía el mejoramiento de la economía nacional en general, y específicamente sobre el sector de la pequeña empresa, a través del establecimiento de un programa que estimule y suplemente el flujo de capital privado (*Private Equity*) y préstamos de largo plazo (J.B.K Jr. 1968, 781).

de capitales mixtos que, impulsados por el apalancamiento que se generaba por la compra de *debentures* por el SBA, realizarían inversiones en *SMEs* estadounidenses (Barnes 1959, 18). Este punto será ampliado en la sección correspondiente.

De lo señalado, se puede observar que el acceso al capital es una de las principales limitaciones que tienen las MYPEs, tanto en mercados desarrollados como en mercados en vías de desarrollo. De igual manera, ante la ausencia de intermediarios financieros que atiendan a este sector, específicamente en aquellas empresas que se considerarán como *startups* dinámicas y de alto impacto, la experiencia internacional ha optado por promover la constitución de fondos de inversión de capitales público y privado.

En este sentido, se ha identificado que, a pesar de la actual presencia del Estado peruano en el fomento de la actividad emprendedora, existe una ausencia de capital de riesgo para aquellas *startups* dinámicas y de alto impacto que, por la escalabilidad de sus productos o servicios, se podrían beneficiar por el aporte financiero y no financiero de los fondos de capital de riesgo. Complementariamente, existe una ausencia de estudios y literatura en el Perú que analice los factores críticos de éxito de los fondos de capital de riesgo a fin de que esta industria pueda adoptar lecciones aprendidas y buenas prácticas de la experiencia internacional⁴.

En consecuencia, la presente investigación buscará atender la ausencia de capital de riesgo en el Perú a través de la propuesta de un vehículo de inversión que promueva este tipo de capital para *startups* dinámicas y de alto impacto en el Perú.

2.2 Pregunta de investigación

En atención a la situación problemática identificada, se propone la siguiente pregunta de investigación:

⁴ Sobre este último punto debe precisarse que, en el año 2008, el Instituto Invertir realizó un análisis sobre la industria de capital de riesgo en el Perú, incluso; proponiendo concretamente una estructura de Fondo de Fondos liderada por la Corporación Financiera de Desarrollo (COFIDE). No obstante, dicha propuesta no llegó a concretarse y, ante las condiciones actuales del mercado nacional, resultará razonable proponer una nueva evaluación sobre el actual estado de la cuestión.

- ¿Cómo se relacionan los factores críticos de éxito del capital de riesgo en la estructuración de un vehículo de inversión que promueva el capital de riesgo para *startups* dinámicas y de alto impacto en el Perú?

2.3 Objetivos

2.3.1 Principal:

- Identificar la relación de los factores críticos de éxito del capital de riesgo en la estructuración de un vehículo de inversión que promueva el capital de riesgo para *startups* dinámicas y de alto impacto en el Perú.

2.3.2 Secundarios:

- Conocer el tipo de relación que existe entre los factores críticos de éxito del capital de riesgo y la creación de un vehículo de inversión para *startups*.
- Identificar las condiciones actuales del mercado peruano de emprendimientos dinámicos y de alto impacto que determinarán las características del vehículo de inversión promotor.
- Explorar las experiencias de Estados Unidos, México y Chile en capital de riesgo y su promoción a través de vehículos de inversión semejantes, a fin de identificar lecciones aprendidas y buenas prácticas.
- Identificar y sensibilizar a los actores del ecosistema de emprendimiento peruano que podrían ser parte de la oferta o demanda de capital de riesgo.
- Contribuir al desarrollo de nuevas investigaciones sobre el capital de riesgo en el Perú a través de la identificación de problemáticas que requieran mayor especialidad y profundidad de análisis.

3. Justificación de la investigación

En primer lugar, recientemente se han empezado a gestar inversionistas especializados en *startups* dinámicas y de alto impacto interesados en el desarrollo del ecosistema de emprendimiento dinámico y de alto impacto en el Perú, atendiendo a las etapas de capital semilla e inversión ángel⁵. Ambas alternativas cumplen un rol importante en el

⁵ El fondo Kickstart, administrado por Alta Experiential Learning (antes: Alta El Dorado Emprendimiento), es un fondo de capital presemilla y semilla enfocado en emprendimientos innovadores con potencial de crecimiento. Dentro del capital semilla se podrá incluir a

ciclo de acceso al capital de las *startups*, en donde algunos autores consideran que la inversión ángel será la principal fuente de financiamiento para emprendimientos en etapas iniciales, además de ser la inversión inmediata después de las 3 F's y los cofinanciamientos de los programas públicos (Romani Ch., Los desafíos del financiamiento del emprendimiento innovador en la región s.f., 164-165).

Por otro lado, podrá considerarse el estado actual de los fondos de inversión en el Perú, los mismos que según el cuadro 20° de los reportes mensuales publicados por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), al 31 de octubre de 2017, incluyen (26) administradoras de fondos de inversión públicos activos, (43) fondos de inversión públicos, (890) partícipes y un patrimonio total de S/ 3,223,896,662⁶.

Así mismo, se encuentran los inversionistas institucionales que, en la actualidad, participan como aportantes en determinados fondos de inversión. Dentro de este último grupo de potenciales inversionistas destacan las administradoras de fondos de pensión (AFP) quienes, a partir de la Resolución SBS N° 3233-2015 publicada el 9 de junio de 2015, tienen el sublímite de inversión en instrumentos alternativos de *Venture Capital* por el 6% del valor de la Cartera Administrada en el Fondo 2 y por el 8% del valor de la Cartera Administrada para el Fondo 3⁷. Dentro de estos potenciales inversionistas también se encuentran: bancos, compañías de seguros, *endowments*, fundaciones, *high net-worth individuals* y *family offices* (R. Gilson 2002, 6) (Gompers y Lerner, The Venture Capital Revolution 2001, 147). Finalmente, dentro este mismo grupo también se podrá incluir a instituciones multilaterales como el BID, el FOMIN y la CAF, que anteriormente han participado en esquemas promotores del capital de riesgo en otros países de la región (Divakaran, McGinnis y Shariff 2014).

las cuatro generaciones de Start-Up, a cargo del Ministerio de la Producción, el programa Ideas Audaces del Consejo de Ciencia y Tecnología (CONCYTEC) y del concurso Para Quitarse el Sombrero de la Fundación Romero. Por el lado de los inversionistas ángeles, se encuentra la red de Angel Ventures Perú, UP 4 Angels de la Universidad del Pacífico, Capital Cero de la Universidad de Ingeniería y Tecnología (UTEC) y BBCS Capital. De igual manera, otras instituciones académicas se encontrarían evaluando la posibilidad de postular a los recursos no reembolsables del Ministerio de la Producción para la constitución de redes de inversionistas ángeles.

⁶Reporte mensual publicado en:

http://www.smv.gob.pe/Frm_RptMensual.aspx?data=2BCE27555D2CC9E798E7AB5F0DD3507E22252404EF

⁷ Artículo 75C, introducido por el artículo primero de la Resolución SBS N° 3233-2015, al Compendio de Normas de Superintendencia Reglamentarias del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones referido a Inversiones aprobado por Resolución N° 052-98-EF-SAFP.

En segundo lugar, actualmente existen emprendedores peruanos que han desarrollado emprendimientos dinámicos y de alto impacto, y un grupo potencial de emprendimientos que se han visto beneficiados por los programas públicos de fomento⁸. Para identificar a estos emprendimientos, se considerará, preliminarmente, los plazos fijados por la Cuarta Convocatoria de Start-Up Perú en los concursos “Emprendimientos dinámicos” y “Empresas de alto impacto” de 1 a 5 años y de 2 a 7 años, respectivamente. Dentro de este grupo se considerarán, pero no se limitarán, a los siguientes: Comparabien (2010), inClass (2011), Cinepapaya (2012), Busportal (2012), Diloo (2012), Arte Manifiesto (2012), MiMediaManzana (2013), Culqui (2013), Joinnus (2013), TurismoI (2013), Una Solutions (2013), Mesa 24/7 (2013), Quantico Trends (2014), Outfie (2014), Arrivedo (2014), Nutrishake Andino (2015), Crehana (2015), Blazing DB (2015), Redphare (2015), Urbaner (2015), Carcool (2015), iSend (2015), Papayapass (2015). Vale señalar, que la lista anterior corresponde a una parte de los emprendimientos que se han gestado en los últimos años en el Perú, donde destaca el impulso a la masa crítica de emprendimientos a través de las cinco generaciones de Start-Up Perú a la fecha⁹.

En tercer lugar, la presente investigación ha identificado cuatro elementos en el sector público que deben ser destacados. El primero fue la creación del Fondo Marco para la Innovación, Ciencia y Tecnología (FOMITEC) en el año 2013, dentro la Vigésima Cuarta Disposición Complementaria Final de la Ley 29951, Ley de Presupuesto del Sector Público para el Año Fiscal 2013, y en donde se autorizó que el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), el Ministerio de la Producción (PRODUCE) y el Consejo Nacional de Ciencia, Tecnología e Innovación Tecnológica (CONCYTEC) diseñen e implementen instrumentos económicos y financieros que incentiven el desarrollo de la ciencia, tecnología e innovación para la competitividad, a través del emprendimiento tecnológico. Vale precisar, que dentro de esta disposición se indica que los instrumentos se enfocarán en los siguientes temas:

- Programas para la formación y captación de recursos humanos en investigación básica y aplicada.

⁸ Los emprendimientos son referencias tomadas de <http://www.startupranking.com/top/peru> y participantes de Startup Grind <https://www.startupgrind.com/lima/>

⁹ En la cuarta generación, se entregaron fondos equivalentes a S/ 187,000 a 68 emprendimientos. <http://gestion.pe/economia/start-up-peru-financiara-cerca-70-emprendimientos-alto-impacto-2159947>. La quinta generación aún se encuentra pendiente de adjudicación a la fecha de la presente investigación.

- Diseño de incentivos que busquen promover cambios institucionales con el fin de mejorar el rol del Estado en las actividades de ciencia, tecnología e innovación tecnológica y productiva.
- Otorgamiento del financiamiento para la ejecución de proyectos de inversión en equipamiento, que hayan sido seleccionados en el marco de los procedimientos que se regulen para dichos efectos.
- Apoyo en la formulación de proyectos de inversión de entidades públicas de investigación.
- **Programas de atracción de inversiones privadas en industrias innovadoras-incubadoras de empresas.**
- **Programa de atracción de capitales de riesgo para el financiamiento de industrias innovadoras.** (énfasis propio)

En segundo lugar, existió otro marco general liderado por PRODUCE a través de la creación del Plan Nacional de Diversificación Productiva aprobado por Decreto Supremo 004-2014-PRODUCE. En dicha norma se ha reconocido como uno de los ejes principales a la "Promoción de la diversificación productiva", donde se ha identificado que la estrategia deberá incluir, entre otras, el “desarrollo de un ecosistema de emprendimientos innovadores donde las empresas interactúan de manera dinámica produciendo ideas de negocio, habilidades y recursos financieros como no financieros” (PRODUCE, Plan Nacional de Diversificación Productiva 2014, 60). Dentro de este eje, se indica que una de las líneas de acción será el “desarrollo del emprendimiento innovador”, incluyendo tres acciones concretas:

- Consolidación de Start-Up Perú;
- Fortalecimiento de incubadoras de negocios;
- Promoción de financiamiento mediante inversionistas ángeles.

Precisamente, dentro del tercer punto, se señala como propósito fomentar la creación de redes de inversionistas ángeles, en donde se indica que se crearán “fondos mixtos para atender las brechas de financiamiento de las empresas en etapa temprana”, y se agrega que, “[e]sta iniciativa, liderada por COFIDE, apalancará fondos de inversionistas ángeles con la

provisión de fondos públicos” (PRODUCE, Plan Nacional de Diversificación Productiva 2014, 120). De esta manera, se buscará el diseño de un sistema de incentivos para la conformación de redes de inversionistas ángeles, en donde se delega a COFIDE una labor promotora. Además, se señala que, instrumentos similares al señalado habrían sido desarrollados en Chile, Colombia y México (PRODUCE, Plan Nacional de Diversificación Productiva 2014, 64).

Adicionalmente, en el marco del FOMITEC se han desarrollado una serie de acciones a través de la plataforma ‘Innovate Perú’. Dentro de esta plataforma destaca la colocación de recursos no reembolsables a *startups* dinámicas y de alto impacto a través del programa Start-Up Perú’ (PRODUCE, STARTUP PERÚ 2015)¹⁰. De igual manera, resalta la provisión de fondos de iguales características para la constitución de incubadoras de negocios, aceleradoras de negocio y redes de inversionistas ángeles. Finalmente, a la fecha de inicio de la investigación, está en proceso un nuevo concurso de recursos no reembolsables con la finalidad de promover la creación de un fondo de capital de riesgo a través de la cobertura de los gastos operativos (*management fee*) del *General Partner* o gestor/administradora del fondo por un periodo de inversión de (4) años¹¹.

El tercer elemento identificado en el sector público está relacionado al rol de COFIDE, en donde previamente debe considerarse que, de acuerdo al artículo 36 del TUO de la Ley de Impulso al Desarrollo Productivo y al Crecimiento Empresarial, aprobado por Decreto Supremo N° 013-2013-PRODUCE (en adelante, ‘Ley MYPE’), se reconoce el rol del Estado en la promoción del “desarrollo de fondos de inversión de capital de riesgo que adquieran una participación temporal en el capital de las MYPE innovadoras que inicien su actividad y de las existentes con menos de dos años de funcionamiento”. En línea con lo anterior, el artículo 31 de la Ley MYPE establece que COFIDE “promueve y articula

¹⁰ En el concurso “Emprendedores Innovadores”, el programa financia modelos de negocio por S/ 50K por 12 meses. Por otro lado, en el concurso “Emprendedores dinámicos y de alto impacto”, el programa financia startups en edad temprana (1-5 años de actividad) por S/ 137K por 18 meses. A junio de 2016, se ha realizado cuarta convocatorias para ambos concursos de Start-Up Perú.

¹¹ En el marco del primer Venture Capital Conference – Alianza del Pacífico, el ministro de la Producción Piero Ghezzi presentó la iniciativa del Estado por generar un nuevo fondo de S/. 18 M dirigido a cubrir costos operativos de un General Partner en la gestión de un fondo de capital de riesgo. <http://elcomercio.pe/economia/peru/ghezzi-anuncia-nuevo-fondo-concursable-capital-riesgo-noticia-1890636>. Finalmente, el 16 de agosto de 2016 se publicaron las Bases del Concurso de Fomento de Capital de Riesgo para Emprendimientos Dinámicos y de Alto Impacto: <http://www.start-up.pe/assets/bases-pmv-v2tuneadas.pdf>. A noviembre de 2017, se ha seleccionado a tres beneficiarios que recibirán US\$ 100,000 cada uno para iniciar sus operaciones como fondo de capital de riesgo; solo uno de ellos recibirá US\$ 1.8M adicionales. No obstante, el total de recursos recibidos deberá estar destinado a cubrir el *management fee* por un periodo de inversión de 4 años.

integralmente, a través de los intermediarios financieros, el financiamiento a las MYPE, diversificando, descentralizando e incrementando la cobertura de la oferta de servicios de los mercados financieros y de capitales”¹². Atendiendo a ambas consideraciones, COFIDE actualmente está ejecutando un proyecto, en asociación con una institución privada y el FOMIN, a favor de la articulación y fortalecimiento del ecosistema de emprendimiento dinámico y de alto impacto en el Perú.

El programa antes mencionado se enmarca dentro del nuevo Plan Estratégico de COFIDE, en donde se reconoce como uno de sus ejes estratégicos (2016-2021) el fortalecimiento del rol de COFIDE en el apoyo a la MYPE (COFIDE, Plan Estratégico 2016 - 2021 2015, 6). De la misma manera, dentro de este eje, se indica, como uno de sus lineamientos, la promoción de la innovación y el emprendimiento para que se convierta en una línea de negocio (COFIDE, Plan Estratégico 2016 - 2021 2015, 49). Así, se busca potenciar la masa crítica de emprendimientos dinámicos y de alto impacto de manera que, en el corto plazo, se puedan desarrollar esquemas de inversión a través de fondos de capital de riesgo para el crecimiento y consolidación de las *startups*. Adicionalmente, debe considerarse que, en otros países de la región, el Estado a través de la banca de desarrollo ha participado en estructuras de capital de riesgo, principalmente a través de esquemas de capitales híbridos (OCDE, Government Venture Capital for Technology-Based Firms 1997, 5-6).

Finalmente, el cuarto elemento destacada en el sector público, está relacionado al rol que ha cumplido el CONCYTEC, especialmente, en lo relacionado a emprendimientos de base tecnológica a través de los recursos aprobados por FOMITEC. En este sentido, a través de la Resolución de Presidencia 142-2013-CONCYTEC-P se formalizó la apertura del FONDECYT como Unidad Ejecutora del CONCYTEC, en donde debe señalarse que por Resolución de Dirección Ejecutiva 042-2016-FONDECYT-DE se determinó que la marca comercial de este fondo sería “Cienciactiva”. De esta manera, en el marco de “Cienciactiva”, se creó el concurso “Ideas Audaces”, cuyos resultados a 2016, indican la colocación de

¹² Artículo 31 del TUO de la Ley de Impulso al Desarrollo Productivo y al Crecimiento Empresarial, aprobado por Decreto Supremo N° 013-2013-PRODUCE:

“La Corporación Financiera de Desarrollo (COFIDE), el Banco de la Nación y el Banco Agropecuario - AGROBANCO (*) promueven y articulan integralmente a través de los intermediarios financieros el financiamiento a las MYPE, diversificando, descentralizando e incrementando la cobertura de la oferta de servicios de los mercados financieros y de capitales (énfasis propio) [...]”.

recursos por S/ 2,666,039.99 en un total de (27) emprendimientos de los sectores de agricultura, el medioambiente y salud.

De lo señalado en el presenta acápite, se puede afirmar que la justificación de la presente investigación se basa en la convivencia del crecimiento de la masa crítica de inversionistas y *startups* dinámicas y de alto impacto que, a su vez, se podrán favorecer por la importante participación estatal en el fomento del ecosistema de emprendimiento dinámico a través de PRODUCE, COFIDE y CONCYTEC¹³.

4. Viabilidad

La viabilidad de la presente investigación se sustenta en el acceso a fuentes primarias y secundarias de información. En relación con las fuentes primarias, estas se darán en el desarrollo del estudio empírico para la identificación de los factores críticos de éxito por parte de expertos internacionales y actores del ecosistema de emprendimiento local. En este sentido, el desarrollo de las entrevistas se dará a partir de la generación de una red de contactos a partir de la colaboración de COFIDE, Gianni Romaní (asesora externa de la investigación) y el propio esfuerzo del investigador para captar el interés de potenciales entrevistados. A la par, será importante el contacto que facilitará COFIDE con instituciones interesadas en el fortalecimiento del ecosistema de emprendimiento peruano y regional como es el caso de PRODUCE, el Ministerio de Economía y Finanzas (en adelante, ‘MEF’), la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (en adelante, ‘OCDE’), el BID y su relacionado FOMIN, la CAF, Nacional Financiera (‘NAFINSA’), Fondo de Fondos México, la Corporación de Fomento de la Producción (en adelante, ‘CORFO’) y el Banco de Comercio Exterior de Colombia (en adelante, ‘BANCOLDEX’).

Por otro lado, las fuentes secundarias se sustentarán en el acceso a la doctrina internacional y las investigaciones de instituciones privadas y públicas cuyo objeto sea el capital de riesgo y las estructuras de capitales híbridos. En este sentido, la doctrina se basará, principalmente, en aquella de origen estadounidense, al ser este el mercado pionero y uno de

¹³ En el transcurso del año 2017, el Ministerio de Comercio Exterior y Turismo (MINCETUR) realizó una convocatoria similar a la Start-Up Perú, enfocado en emprendimientos de turismo, hotelería y gastronomía: <http://www.turismoemprende.pe/>.

los más desarrollados en inversiones de este tipo. No obstante, también se tendrá acceso a doctrina internacional de otros países, especialmente, de países latinoamericanos dada la mayor similitud con la realidad peruana. En lo relativo a investigaciones previas, estas se dividirán en aquellas que analizan al capital de riesgo como industria desde el punto de vista privado y aquellas que lo hagan a partir de su impacto en temas de desarrollo. Para los primeros, se revisarán reportes de diferentes organismos, principalmente privados, que han realizado informes periódicos sobre la industria de capital de riesgo en determinados países; mientras para los segundos, instituciones como el Banco Mundial, OCDE, BID y CAF, han desarrollado investigaciones que identifican los impactos del emprendimiento dinámico y de alto impacto y del capital de riesgo en las estructuras sociales y económicas de los países en vías de desarrollo.

5. Metodología de la investigación

La presente investigación será empírica, de tipo exploratorio, con enfoque cualitativo y seguirá un proceso inductivo en base a la metodología de los factores críticos de éxito (*Critical Success Factor 'CSF' method*) presentada por el profesor Rockart (Rockart 1979).

En primer lugar, respecto al tipo de investigación, los profesores Hernández, Fernández y Baptista consideran que la investigación será de tipo exploratorio cuando se trate de problemas poco estudiados, se indague sobre una perspectiva innovadora, se ayude a identificar conceptos promisorios y se prepare el terreno para nuevos estudios (Hernández Sampieri, Fernández Callado y Baptista Lucio 2010, 77). En la misma línea de ideas, estos autores enfatizan en la falta de estudio sobre el tema o problema de investigación, señalando que, en la revisión de la literatura, se habría identificado que solo existirían guías no investigadas e ideas vagamente relacionadas con el problema de estudio; además, sería posible plantear temas o áreas de estudio similares desde nuevas perspectivas (Hernández Sampieri, Fernández Callado y Baptista Lucio 2010, 79).

En segundo lugar, debe señalarse que el método de los factores críticos de éxito (FCE) fue presentado por primera vez por el profesor John F. Rockart en 1979 en base a un nuevo enfoque sobre las necesidades de información de la alta gerencia que venía siendo aplicado por el *Sloan School of Management* del *Massachusetts Institute of Technology* (MIT)

(Rockart 1979, 2). Esta metodología tuvo su primer antecedente en la literatura por parte de D. Ronald Daniel en 1961, quien señaló que cada industria usualmente tendría entre tres y seis factores que determinarían su éxito, los mismos que deberían ser cumplidos por la compañía para considerarse exitosa (Daniel 1961, 9).

En este sentido, los profesores Rockart, Bullen, Boynton y Zmud definen los FCE como las áreas cuyos resultados satisfactorios asegurarán el desarrollo exitoso del individuo, departamento u organización, según corresponda (Rockart 1979) (Bullen y Rockart 1981) (Boynton y Zmud 1986, 17). Precisamente, los profesores Rockart y Bullen enfatizan en que los FCE son aquellas áreas claves donde “las cosas deberán salir bien” (*things must go right*) (Bullen y Rockart 1981, 10-13). Así, además de la atención que deberán recibir por parte de la administración, también será necesario realizar una revisión constante del estado actual de su desempeño, requiriendo, además, que esta información esté permanentemente disponible (Rockart 1979) (Bullen y Rockart 1981)¹⁴.

Dentro de la definición, también habría que destacar el aspecto metodológico incluido en el estudio de Mooradian (1976), quien definió los FCE a través de: i) el desarrollo de entrevistas de preguntas abiertas al administrador de cada uno de los grupos objeto de análisis; ii) la definición de los FCE por parte de los administradores y su valoración del más al menos importante; y, iii) la verificación de los FCE seleccionados a través de la consulta con otras personas de la organización (Rockart 1979, 13).

Enfatizando sobre la metodología, el profesor Rockart señaló que esta involucraba el desarrollo de una entrevista en por lo menos dos sesiones con la alta gerencia (Rockart 1979, 8). En la primera, continúa el autor, se definían los objetivos ejecutivos y los FCE involucrados, considerando que estos últimos son las áreas que requerirán necesariamente de buen desempeño de la empresa a fin de poder cumplir con los primeros. En base a ello, se evaluaba la interrelación entre las metas (*goals*)¹⁵ y los FCE asociados a fin de establecer

¹⁴ De la misma manera, (Rockart 1979, 25-26) señala que los factores críticos de éxito serían de dos tipos: i) para monitoreo, en los casos que la administración tenga mayor urgencia por resultados de corto plazo; y ii) para diseño, en donde la organización no tendría esta presión por el corto plazo y podría perfilarse a la asunción de cambios de la organización en un nuevo ambiente. No obstante, en (Bullen y Rockart 1981, 16-19), esta clasificación se modificó en tres dimensiones de los factores críticos de éxito que incluían: i) los internos y los externos; ii) los de monitoreo y los de diseño; y, iii) de las fuentes que incluían el tipo de industria, la estrategia y posición en la industria, los factores externos, los factores temporales y la posición gerencial.

¹⁵ (Bullen y Rockart 1981, 8) definen las metas aquellos resultados deseados en un plazo determinado de tiempo. Así, una meta será la transformación operativa de uno o más objetivos.

mayor claridad y determinación entre cuáles FCE debían ser combinados, eliminados o restados. Por otro lado, en la segunda sesión, se evaluaban los resultados de la primera a fin de optimizar los FCE, incluyendo una definición preliminar de medidas¹⁶ y formas de reporte. Finalmente, se planteaba la posibilidad de una tercera sesión con la finalidad de tener un acuerdo final sobre la medida y forma de reporte de los FCE (Rockart 1979, 8).

En la misma línea de pensamiento, el profesor Rockart definió una serie de beneficios del uso de esta metodología en distintos niveles de la administración (Rockart 1979, 15-16)¹⁷, dentro de los cuales se incluyen: i) la identificación de los FCE en los que la administración deberá tener más atención; ii) obligación a que la administración adopte medidas y formas de reporte que permitan cumplir con los FCE; iii) limitar la información requerida por la administración haciendo el procedimiento de recolección más eficiente; iv) basar los reportes de la organización en información útil y no en aquella que sea de mayor facilidad en su recolección; v) determinar que los FCE dependan de cada administrador particular en una división particular y en un punto de tiempo particular (Bullen y Rockart 1981, 14); vi) contribuir al desarrollo de otras áreas distintas al diseño de sistemas de información; por ejemplo, el área de planificación.

Precisamente, a medida que se desarrollaron mayores estudios sobre la aplicación de esta metodología, se identificaron nuevos usos; por ejemplo, en la implementación de un plan (Munro y Wheeler 1980), el cumplimiento del alto rendimiento de la empresa (Anderson 1984) y el diseño de guías de monitoreo de las actividades corporativas por parte de los directores (Ferguson y Dickinson 1982). En este sentido, los profesores Boynton y Zmud indican que la metodología de los FCE podría ser aplicada en una variedad de ámbitos, permitiendo la rápida recolección de información relevante, siempre que exista un adecuado conocimiento sobre el tema a investigar y el método (Boynton y Zmud 1986).

Respecto a la utilidad del método en la planificación, los profesores Rockart y Bullen reconocen la existencia de cuatro niveles: industrial, corporativo, sub-organizacional e

¹⁶ (Bullen y Rockart 1981, 9) definen las medidas como estándares específicos que permiten la calibración del cumplimiento de cada factor crítico de éxito, meta u objetivo. Las medidas pueden ser tanto blandas (subjetivas y cualitativa) o duras (objetivas y cuantitativas).

¹⁷ Sobre el particular, (Boynton y Zmud 1984, 25), basado en dos casos de estudio, señalan que el método de factores críticos de éxito tuvo gran acogida en la alta gerencia; no obstante, presentó algunas dificultades para mandos inferiores en la administración. Esto, indican los autores, se basaría en la diferencia de roles que asumen ambos tipos de gerencia, considerando que los primeros están encargados de la visión y pensamiento conceptual del futuro de la empresa.

individual (Bullen y Rockart 1981, 36). En este caso, señalan que la identificación de los FCE de la industria podría ser utilizada en planificar y determinar la estrategia corporativa de una empresa. De igual manera, indican que los factores a nivel corporativo y sub-organizacional podrían ser utilizados en la planificación de corto plazo; mientras los del nivel individual serían útiles para la planificación de acciones en un plazo menor a un año (Bullen y Rockart 1981, 37).

En atención a lo señalado, la presente investigación será de carácter exploratorio, considerando la existencia de limitaciones en la cantidad de material bibliográfico sobre el capital de riesgo en el Perú y la región, y la inmadurez del mercado de emprendimiento dinámico y de alto impacto local. Respecto al limitado material bibliográfico identificado, que será presentado en el acápite correspondiente al contexto de la investigación, se han incluido a (Invertir 2008), (B. Silupú Garcés 2008), (FOMIN, El ecosistema peruano de emprendimiento dinámico: señales para el optimismo y áreas de mejora 2016) y (OCDE, Startup América Latina 2016 2016). En segundo lugar, el uso de la metodología de los FCE permitirá desarrollar una investigación que involucrará: i) exhaustividad en la búsqueda de fuentes bibliográficas; ii) análisis sobre el desarrollo de la industria de capital de riesgo en Estados Unidos, México y Chile para la determinación de lecciones aprendidas y buenas prácticas; y, iii) la recopilación de los testimonios de expertos internacionales y actores del ecosistema de emprendimiento dinámico en el Perú.

Vale precisar que la utilidad y versatilidad de esta metodología permitirá identificar los FCE del capital de riesgo que, a su vez, servirán para proponer un vehículo de inversión que promueva este tipo de capital para *startups* dinámicas y de alto impacto en el Perú. Para ello, se respetarán los aspectos metodológicos propuestos por los profesores Rockart y Bullen (1981) respecto a su implementación, donde se incluirán la preparación previa, el procedimiento y contenido de la entrevista, las técnicas para la recolección de la información, y el análisis de los datos.

Precisamente, respecto a la preparación previa, esta se materializará en el desarrollo del marco teórico de la presente investigación, el mismo que permitirá definir los principales conceptos vinculados al capital de riesgo y la identificación de los FCE en base a las experiencias de Estados Unidos, México y Chile. De la misma manera, el desarrollo del

marco teórico constituirá una necesaria preparación para el desarrollo de las entrevistas a expertos en el estudio empírico. Es así como en base a la revisión de literatura, del estudio empírico y la consolidación de los FCE, se podrá determinar un vehículo de inversión que atienda a la propuesta de la presente investigación.

6. Marco teórico

6.1 Contexto de la investigación

En primer lugar, se realizará un resumen sobre el material bibliográfico que ha estudiado de manera directa o indirecta al capital de riesgo en el Perú. Esta sección buscará contextualizar el objeto de estudio de la presente investigación, a la vez que, permitirá evaluar la suficiencia de fuentes bibliográficas a nivel nacional. Considerando el énfasis de la presente investigación, se hará referencia exclusivamente a los puntos resaltados sobre el capital de riesgo y otras fuentes de capital, sin perjuicio de hacer una referencia a los demás temas tratados dentro de los documentos.

6.1.1 Promoción de un Fondo de Fondos para el desarrollo de la pequeña y mediana empresa (Invertir, 2008)

En el año 2008, un grupo de consultores del Instituto Invertir, una organización peruana sin fines de lucro del Grupo Invertir, fueron contratados por el proyecto USAID PERU/MYPE COMPETITIVA para desarrollar un programa de promoción integral y un conjunto de propuestas regulatorias y tributarias al gobierno peruano con la finalidad de favorecer el desarrollo de la industria de fondos de capital de riesgo para la inversión en pequeñas y medianas empresas (Invertir 2008, 4).

El documento incluía una parte introductoria en donde se definían las características del capital de riesgo y se hacía referencia al desarrollo de esta industria en Estado Unidos, Brasil, México y Chile. En el caso particular peruano, se destacaron algunas experiencias previas de fondos de capital de riesgo y ejemplos puntuales sobre inversiones locales. En relación a las experiencias previas, se señala que la primera de ellas se dio en el año 1998 a través del Fondo de Asistencia a la Pequeña Empresa (FAPE), en donde los partícipes fueron la Compañía Holandesa de Desarrollo Financiero (FMO), la CAF, el FOMIN y COFIDE, y donde la administración estuvo a cargo de la gestora de fondos SEAF (Invertir 2008, 18). Por

otro lado, en relación a las inversiones de capital de riesgo, el documento destaca las experiencias de El Pedregal, que recibió inversiones del Fondo Stella, administrado por Value Investment SAFI, y South West Marbles & Stones que recibió inversión del Fondo Transandino y cuya administración estaba a cargo de SEAF (Invertir 2008, 31-33).

A continuación, en base a las experiencias locales y a la experiencia internacional, el informe estableció una lista de condiciones necesarias para el desarrollo de la industria de capital de riesgo, entre las cuales destacan: i) Estabilidad política; ii) Condiciones macroeconómicas favorables como una política de apertura comercial y una creciente liquidez que pueda ser canalizada hacia las empresas emergentes; iii) Flujo adecuado de proyectos; iv) Reglas de juego claras y transparentes; v) Inversionistas dispuestos a arriesgar; vi) Administradores con conocimiento del negocio y un adecuado *track record*; y, vii) Disponibilidad de mecanismos de salida (Invertir 2008, 9). Adicional a ello, señalaban como necesaria la existencia de un marco regulatorio y tributario que fomente el desarrollo de la industria, así como una política gubernamental de apoyo a través de programas directos de promoción (Invertir 2008, 9).

Luego de hacer estas reflexiones, el informe realizó una propuesta para promocionar el capital de riesgo en el Perú basado en dos puntos principales: i) propuestas de cambios regulatorios y tributarios; y, ii) la generación de una estructura de Fondo de Fondos gestionada por COFIDE.

En relación a los cambios regulatorios y tributarios (Invertir 2008, 77-85), el informe destaca los siguientes:

- Eliminar el Impuesto General a las Ventas (IGV) a las comisiones que cobran las SAFIs por la administración de los fondos de inversión.
- Eliminar el IGV a los intereses que generan los instrumentos de deuda en los que invierten los Fondos de Inversión Empresarial.
- Reducir la tasa del Impuesto a la Renta (IR) del 30% aplicable a las rentas de tercera categoría que generen las empresas que reciban financiamiento de fondos de inversión de capital de riesgo.

- Eliminar el IR a las ganancias de capital en inversiones en *Venture Capital/Private Equity* (VC/PE).
- Permitir que la liquidación del IR que tiene que realizar la SAFI para cada uno de sus partícipes coincida con el período de vida del fondo y que no se liquide cada año.
- Adoptar el uso de formatos para cumplir los requisitos solicitados en el procedimiento administrativo de autorización para la organización y funcionamiento de una SAFI.
- Establecer que las SAFI que administren exclusivamente fondos de oferta privada no sean reguladas ni supervisadas por CONASEV¹⁸.
- Permitir que la sociedad en comandita por acciones (estructura similar al *Limited Liability Partnership*), cuyo objeto exclusivo sea llevar a cabo inversiones en VC/PE, se considere como un nuevo vehículo de inversión tributariamente transparente para efectos del IR.
- Crear un *asset class* para inversiones en VC/PE independiente de la categoría "renta variable" dentro de los límites de inversión de las Administradoras de Fondos de Pensión (AFPs). Alternativamente, crear un *asset class* de inversión de libre disponibilidad.
- Definir legalmente las cláusulas contractuales usualmente utilizadas en los contratos para la inversión en VC/PE.
- Crear un segmento en la bolsa para empresas emergentes (*small cap*) con menores costos y requisitos de información.

En relación a la participación de COFIDE, el informe señala que será necesario el establecimiento de un Fondo de Fondos liderado por dicha institución debido a que, además de sus objetivos en temas de desarrollo, también debe incorporar un componente de rentabilidad económica para sus operaciones (Invertir 2008, 28-29). En este sentido, el Fondo de Fondos incluiría las siguientes características (Invertir 2008, 51-60):

- Tamaño aproximado de USD 100M. El 50% del Fondo de Fondos estaría a cargo de COFIDE, quien podría recibir una línea del gobierno equivalente a dicha cantidad¹⁹,

¹⁸ Desde el año 2011, la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV) se convirtió en la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV).

¹⁹ El informe señala que COFIDE tiene un tope de inversión de 2% de su patrimonio, por lo que, los recursos preferentemente deberían provenir de FONAFE.

mientras el restante 50% sería invertido por entidades financieras de desarrollo internacionales (Invertir 2008, 70). La rentabilidad de este vehículo tendría el objetivo de reinvertirse en la continuidad del programa.

- La finalidad del Fondo de Fondos sería invertir en fondos de capital de riesgo por un periodo de 4 a 7 años. Estos fondos buscarían una rentabilidad mayor a los aportantes del nivel Fondo de Fondos.
- Los fondos de capital de riesgo tendrían un tamaño entre US\$ 20M y US\$ 25M, con una inversión promedio en empresas objetivo de US\$ 2M. Respecto a las empresas objetivo, no deberían tener ventas anuales mayores a US\$ 10M (Invertir 2008, 67).
- La estructura interna del Fondo de Fondos incluiría una Asamblea General de Inversionistas o Partícipes; un Comité de Vigilancia; una Administradora del fondo (SAFI); y, un Comité de Inversiones. También se proponía contar con directores independientes en distintos órganos internos, especialmente, en el Comité de Vigilancia.
- La gestión del Fondo de Fondos podría estar a cargo tanto de personal de COFIDE o de una SAFI independiente. El reporte sugiere la primera alternativa debido a que la contratación de una SAFI limitaría sus posibilidades de recibir inversión del Fondo de Fondos y estaría expuesto a una comisión baja que no haría atractiva dicha gestión. Adicionalmente, se sugirió que los costos de administración de la SAFI sean cubiertos por recursos de cooperación técnica (Invertir 2008, 66).
- Se señaló que el personal a cargo de la gestión del Fondo de Fondos podría incluir a una persona *senior* y entre uno o dos *juniors*.
- El Fondo de Fondos incluiría una comisión por administración de máximo 1% anual destinado, principalmente, al equipo de trabajo. Adicionalmente, podría obtener una comisión de éxito equivalente al 20% sobre un umbral de rentabilidad (*hurdle rate*) de 10% anual (Invertir 2008, 74).

6.1.2 Fondos de Capital de Riesgo: Una alternativa de financiamiento para las micro y pequeñas empresas (MYPEs) en el Perú

El segundo documento constituye un artículo académico de la Universidad de Piura, en donde la autora Silupú Garcés destaca la necesidad de impulsar la creación de fondos de capital de riesgo considerando que los principales factores que han restringido el crecimiento

de la MYPE en el Perú son el limitado acceso al financiamiento y la ausencia de una adecuada gestión financiera y administrativa para la generación de valor en la empresa (B. L. Silupú Garcés 2008, 41). Señala la autora que el capital de riesgo, como una alternativa a la banca tradicional, se justificaría en la medida que los costos financieros de esta última serían muy elevados (tasa de interés superiores al 40%). Además, la autora señala que el capital de riesgo permitiría que la empresa tenga acceso a recursos financieros a cambio de una participación accionaria en donde los nuevos socios también asumirían una cuota de riesgo.

Por otro lado, la autora considera que, más allá de dos referencias normativas en los artículos 28 y 32 de la Ley 28015 “Ley de promoción y formalización de la Micro y Pequeña Empresa”, existen una serie de deficiencias que deberían ser atendidas para facilitar la creación de fondos de capital de riesgo en el Perú:

- Ampliar los límites de las inversiones que tienen las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPs).
- Otorgar incentivos tributarios a través de exoneraciones del impuesto a las ganancias de capital o del impuesto a los dividendos.
- Crear un mercado extrabursátil de negociación continua donde los fondos puedan transar sus participaciones.
- Que los recursos humanos altamente capacitados para la selección, asesoramiento, control y regulación de las empresas objetivo provengan de las universidades públicas o privadas.
- Otorgar garantías legales, por parte del gobierno, para la participación de inversionistas nacionales e internacionales en los fondos de capital de riesgo.
- Canalizar las diferentes líneas de financiamiento otorgadas por COFIDE hacia la MYPE a través de fondos de capital de riesgo.
- Canalizar las inversiones alternativas de las empresas privadas que buscan tener incidencia en el desarrollo social a través de fondos de capital de riesgo.
- Buscar beneficiarse del financiamiento del FOMIN o BID por concepto de asistencia técnica, apoyo en reformas económicas, mejora de la fuerza laboral e incremento de la participación de la pequeña empresa en la economía.

6.1.3 El ecosistema peruano de emprendimiento dinámico: señales para el optimismo y áreas de mejora (FOMIN, 2014/2015)

Dentro del presente informe se realizó un resumen sobre la condición del ecosistema de emprendimiento peruano a finales de 2014 en donde se identificaron las siguientes deficiencias (FOMIN, El ecosistema peruano de emprendimiento dinámico: señales para el optimismo y áreas de mejora 2016, 2):

- Debilidad en la producción científico – técnica (bajo posicionamiento internacional de las universidades peruanas, ausencia de *spin-offs* y limitados resultados de I+D). El informe señala que esta debilidad se debe al bajo nivel de inversión tanto pública como privada en tales materias (FOMIN, El ecosistema peruano de emprendimiento dinámico: señales para el optimismo y áreas de mejora 2016, 16).
- Ausencia de un sistema de transferencia tecnológica articulado.
- Desatención en el apoyo y servicios para el desarrollo de empresas de base tecnológica.
- Falta de articulación entre los agentes público/privados del ecosistema de emprendimiento dinámico.
- Inexistencia de un elemento central en el ecosistema que actúe como ventanilla de atención neutral o punto de información para canalizar a los emprendedores hacia los proveedores más adecuados.

De igual manera, haciendo referencia al informe de Infodev (2014) sobre la viabilidad de implementar una red de inversionistas ángeles, el informe FOMIN (2016) destaca que las condiciones identificadas en el primero también son replicables para potenciar el ecosistema de emprendimiento en los países de América Latina. Dentro de estos se incluyen los siguientes (FOMIN, El ecosistema peruano de emprendimiento dinámico: señales para el optimismo y áreas de mejora 2016, 8):

- El potencial de la comunidad inversora (líder y promotor, riqueza disponible, experiencia);
- Capacidad de generación de *deal flow* en el entorno (stock y generación de empresas invertibles, comunidad atractiva para inversores, existencia de centros tecnológicos, incubadoras, entre otros);

- Apoyo al emprendimiento (organizaciones de apoyo, *networking*, asociaciones)
- Proveedores de servicios (abogados, contadores y fiscalistas especializados en empresas de etapa temprana);
- Financiamiento para el crecimiento (fondos de capital de riesgo, programas públicos, tamaño del *equity gap*, inversores corporativos);
- El entorno regulatorio.

Por otro lado, en el informe FOMIN (2016) se destacó el rol de COFIDE en el ecosistema de emprendimiento, especialmente a través de una iniciativa llamada “COFIDE Lab” que estaba dirigido a apoyar la articulación y fortalecimiento del ecosistema mediante la colaboración con terceros (FOMIN, El ecosistema peruano de emprendimiento dinámico: señales para el optimismo y áreas de mejora 2016, 13). Este rol complementaría la atención de COFIDE a una gran cantidad de emprendedores en la transferencia de conocimiento y experiencias a través de charlas y tutorías (FOMIN, El ecosistema peruano de emprendimiento dinámico: señales para el optimismo y áreas de mejora 2016, 22). Adicionalmente, el informe señala que COFIDE se encuentra en una posición importante para ser un agente central y neutral en el sistema que identifique áreas de acción innovadoras a medida que el ecosistema se desarrolle, importe mejores prácticas, cuente con ascendencia y neutralidad para plantear acciones de articulación entre los agentes del ecosistema y que promueva acciones de sensibilización y visibilidad (FOMIN, El ecosistema peruano de emprendimiento dinámico: señales para el optimismo y áreas de mejora 2016, 35)²⁰.

Otro aspecto importante es la identificación que realizó el informe respecto a la cadena de financiamiento para el emprendimiento dinámico que se da en la forma de inversión, deuda o ayuda, tanto de los sectores público y privado, y que incluye las siguientes fuentes: 3Fs (*Friends, Family and Fools*), *Business Angels*, fondos de capital emprendedor, inversores corporativos y *family offices* (FOMIN, El ecosistema peruano de emprendimiento dinámico: señales para el optimismo y áreas de mejora 2016, 26). Se hace la precisión que el desarrollo de estas fuentes de capital sería aún limitado en el Perú. En esta línea de pensamiento, se realizó una evaluación sobre el marco regulatorio de estas fuentes de

²⁰ Sobre el particular, señala el FOMIN que se ha propuesto realizar una consultoría que evalúe a Madrid Emprende y Barcelona Activa como ejemplos de “ventanilla única” del emprendedor (FOMIN, El ecosistema peruano de emprendimiento dinámico: señales para el optimismo y áreas de mejora 2016, 33).

financiamiento destacando que, dentro del grupo de entrevistados para el informe, ninguno identificó obstáculos en la legislación que limiten la implementación de fondos de capital de riesgo, destacando la posibilidad de una mayor inversión en capital privado y capital de riesgo por parte de los fondos de pensiones dado el reciente cambio en la regulación (FOMIN, El ecosistema peruano de emprendimiento dinámico: señales para el optimismo y áreas de mejora 2016, 30). Finalmente, el informe indica que el sector público podría ejercer un rol importante en el financiamiento del emprendimiento; principalmente, porque podría hacer visible a este sector antes los actores privados (FOMIN, El ecosistema peruano de emprendimiento dinámico: señales para el optimismo y áreas de mejora 2016, 34).

Respecto a las áreas de mejora sobre el ecosistema de emprendimiento dinámico en el Perú, el informe indica que el financiamiento, distinto a aquel dirigido a la etapa semilla, es muy limitado (FOMIN, El ecosistema peruano de emprendimiento dinámico: señales para el optimismo y áreas de mejora 2016, 31). De esta manera, sugieren la generación de mayor financiamiento en las etapas de *startup* y crecimiento, haciendo énfasis en una mayor atención a los emprendimientos de base tecnológica con periodos de maduración más largos (FOMIN, El ecosistema peruano de emprendimiento dinámico: señales para el optimismo y áreas de mejora 2016, 36). Sobre este último punto, el informe destaca que los actuales programas públicos de capital semilla no contemplarían las necesidades de aquellos emprendimientos que requieren mayor intensidad en investigación y desarrollo.

Finalmente, el informe sugiere la introducción de instrumentos de deuda para empresas en fase *startup* avanzada y con pronta monetización (FOMIN, El ecosistema peruano de emprendimiento dinámico: señales para el optimismo y áreas de mejora 2016, 36). Señalan que estas empresas tendrían la capacidad de generar caja en el corto plazo, para lo cual, sería apropiado contar con un instrumento de deuda como un préstamo participativo, en donde habría una asunción de riesgo hasta la entrada de nuevos inversores o la generación de flujos de caja para financiar la deuda. Además, se sugiere el planteamiento de líneas de financiamiento de segundo piso con el apoyo de BID o FOMIN o con la provisión de capital de riesgo a través de la participación de agentes financieros en fondos de inversión (FOMIN, El ecosistema peruano de emprendimiento dinámico: señales para el optimismo y áreas de mejora 2016, 36).

6.1.4 Promoviendo las startups en América Latina (OCDE, 2016)

En el capítulo 6 del informe “Promoviendo las startups en América Latina: Avances y desafíos” de la (OCDE 2016), se realizó una revisión del desarrollo del ecosistema de emprendimiento dinámico en el Perú. En primer lugar, se evaluaron los programas de apoyo estatal, destacando la introducción de Start-Up Perú en el año 2013, con un presupuesto de US\$ 50 millones (OCDE, Promoviendo las startups en América Latina: Avances y desafíos 2016, 3-4). El propósito de este programa era cofinanciar hasta el 80% de la creación de *startups* y su consecuente internacionalización. A continuación, se destaca la creación del Fondo Marco para la Innovación, Ciencia y Tecnología (FOMITEC), dentro del cual se colocaron recursos a favor del concurso de emprendimientos dinámicos y de alto impacto Start-Up Perú, Ideas Audaces (CONCYTEC), los instrumentos de apoyo al capital de riesgo y uso de patentes, los centros de excelencia, las redes de investigación, y la formación de capital humano avanzado.

En la misma línea de ideas, el informe señala que, a partir del año 2014, Start-Up Perú fue incluido dentro del programa Innóvate Perú en el marco del Plan Nacional de Diversificación Productiva de PRODUCE (OCDE, Promoviendo las startups en América Latina: Avances y desafíos 2016, 4). De acuerdo con el informe, a 2016, la plataforma de Innóvate Perú incluye programas dirigidos a potenciar los diferentes segmentos del ecosistema de emprendimiento dinámico, incluyendo a emprendedores, incubadoras, aceleradoras e inversionistas ángeles. De acuerdo con el estudio, las cifras del programa a la fecha incluyen a 2,115 emprendimientos postulantes, 175 emprendimientos beneficiados y 14 incubadoras beneficiadas. Adicional a Start-Up Perú, el informe destaca el rol de CONCYTEC que, a través del programa Cienciactiva y el concurso Ideas Audaces, fomenta la creación de *startups* de base científica²¹. Algunas cifras de Ideas Audaces a 2016 incluyen la realización de dos convocatorias apoyando a 60 *startups*, en las áreas de agricultura, medioambiente y salud.

²¹ El concurso se divide en dos fases. En la primera, se cofinancian aportes de capital semilla por S/ 146,900 (aproximadamente USD 46K) para desarrollar pruebas de concepto o estudios de factibilidad. Los proyectos técnica y económicamente viables pasan a una segunda fase en donde existe un nuevo aporte por S/ 2.6M (aproximadamente USD 818K). Vale señalar que, de acuerdo a Rolando Cruzado, de CienciActiva, la segunda fase está condicionada a que el emprendedor logre levantar el mismo importe de inversión privada; es decir, un esquema similar al *matching funds*.

Un punto resaltado por el informe es el avance que ha tenido el Perú en la definición de *startups* para la política pública (OCDE, Promoviendo las startups en América Latina: Avances y desafíos 2016, 9). En este sentido, señala que los criterios utilizados en la definición son la edad de la empresa y las características del negocio, por lo cual, se lograron clasificar tres tipos de *startups* para el caso peruano. Las primeras son aquellas en etapa temprana, que serían menores de tres años y con un equipo que incluya entre dos y cinco miembros. Las segundas son aquellas en etapa de crecimiento, que tendrían hasta cinco años y que operan en ámbitos de alto potencial de crecimiento. Finalmente, están aquellas de base científica, enfocadas en temas de salud, medioambiente y agricultura, y que serían el público objetivo del concurso Ideas Audaces. No obstante, el informe indica que la masa crítica de *startups* y proyectos de emprendimientos dinámicos es aún pequeña e insuficiente para ser atractiva al capital de riesgo, además que aún sería prematuro evaluar el desarrollo de las políticas públicas.

Por otro lado, el informe señala que la industria de capital de riesgo es aún incipiente en el Perú, considerando que entre 2011 y 2015, los fondos de capital de riesgo desarrollaron inversiones por US\$ 33M, representando 1.6% del total de América Latina (OCDE, Promoviendo las startups en América Latina: Avances y desafíos 2016, 12). A modo de comparación, Chile y Colombia presentaron inversiones por US\$ 85M y US\$ 33M en este mismo segmento, respectivamente. En este punto, el informe hace énfasis en dos puntos, el primero, relacionado a la creación del nuevo programa de apoyo a los fondos de capital de riesgo por parte de PRODUCE cuyo objetivo será la cobertura de gastos operativos del *General Partner*; y, el segundo, en la inclusión del apoyo a los fondos de capital de riesgo dentro del nuevo Plan Estratégico de COFIDE²².

Finalmente, el informe concluye con una lista de sugerencias dentro de las cuales destacan la evaluación de los programas en curso, el fomento de la cultura empresarial para incrementar el flujo de propuestas innovadoras y la reformación del marco legal para la creación, cierre y expansión de las empresas; por ejemplo, con la introducción de las TICs para facilitar la operación de las empresas a través de internet (OCDE, Promoviendo las

²² Dentro de este punto también se incluye el apoyo en aspectos no financieros a los emprendedores a través del Centro de Desarrollo Empresarial de COFIDE y la plataforma Emprendedor Peruano de PRODUCE.

startups en América Latina: Avances y desafíos 2016, 15). Además, reconoce como necesario el incremento de la masa crítica de *startups*, la apuesta de los inversionistas y el fortalecimiento de la capacidad científica y tecnológica del país.

6.2 Definiciones

Teniendo en consideración al contexto de la investigación, se procederá a definir los principales conceptos vinculados al capital de riesgo a fin de generar un marco conceptual general y delimitar el alcance de la presente investigación. Dentro de estos conceptos se incluirán: i) *Startup* dinámica y de alto impacto; ii) Ecosistema de emprendimiento; iii) Ciclo de vida del *startup* y fuente de inversión; iv) Capital de riesgo; v) Fondos híbridos de capital de riesgo bajo las modalidades de *equity* y deuda; y, vi) el rol de COFIDE. Vale señalar, que las presentes definiciones no buscarán ser conceptos rígidos; por el contrario, responderán a la necesidad anteriormente descrita sobre generar un marco conceptual general y delimitar el alcance de la presente investigación.

6.2.1 *Startup* dinámica y de alto impacto

De acuerdo a Osterwalder y Pigneur (2009), existen tres tipos de *startups*: i) *Salary-substitute firms*; ii) *Lifestyle firms*; y, iii) *Entrepreneurial firm*. Haciendo énfasis en el tercer tipo de *startup*, el autor destaca que este tipo de firmas se caracterizan en que su objetivo principal será la innovación en productos o servicios a través de una propuesta de valor dirigida a un público objetivo que lo maximizará en función a su utilidad (Osterwalder y Pigneur 2009, 17)²³.

Complementario a lo anterior, Kauffman Foundation define a las *startups* de rápido crecimiento en base a dos criterios; por un lado, atendiendo a sus atributos y, por otro lado, a ciertas métricas de rendimiento (Kauffman Foundation 2016, 1). En cuanto a los atributos, el informe destaca que se evaluaría la cantidad de capital levantado y la participación del *startup* en algún programa de aceleración. Por otro lado, respecto a las métricas de

²³Salary-substitute firm: Dentro de este grupo encajan aquellas ideas de negocio cuyo horizonte es de corto plazo y cuyo objetivo principal es convertirse en la fuente sustituta de ingresos del emprendedor que ha decidido dejar un oficio previo. El autor incluye los siguientes ejemplos: lavanderías, restaurantes, firmas de contabilidad, empresas retail, salones de belleza, entre otros.

Life-style firm: Esta clasificación incluye un elemento de adecuación entre el estilo de vida del emprendedor y la fuente de sus ingresos. Así, este tipo de startup es aquel en donde el emprendedor sigue un estilo de vida particular y genera ingresos como consecuencia de dicho ejercicio. Los startups generados por este tipo de emprendimiento se caracterizan por no ser innovadores ni tener capacidad de rápido crecimiento, dentro de los cuales se citan: instructor de ski o guías turísticos.

rendimiento, se hace énfasis en el crecimiento de los ingresos, el empleo generado y la estrategia de desinversión (*exit*).

De la misma manera, el BID ha indicado que los emprendimientos dinámicos son aquellas empresas que lograrán altas tasas de crecimiento en sus años iniciales (Rivas, El fomento al emprendimiento dinámico en países del Cono Sur de América Latina 2014, 3). En el mismo sentido, la CAF, en base a un documento elaborado por el FOMIN, señala que los emprendimientos dinámicos son iniciativas empresariales; es decir, constituyen una oportunidad de negocio con alto potencial de crecimiento, a escala regional o global, y que se caracterizan, en América Latina, por alcanzar ventas de al menos US\$ 100,000 en el primer año; tasas anuales de crecimiento de al menos 35%; clara voluntad de acumulación; alto grado de diferenciación e innovación; y, el potencial de convertirse en al menos una mediana empresa (Hidalgo, Kamiya y Reyes 2014, 13).

Resaltando algunos elementos de esta definición, el Centro de Desarrollo de la OCDE, señala que las *startups* de alto impacto se clasifican en base a su desempeño (potencial de crecimiento) o a su orientación innovadora y contenido tecnológico; señalando que se trata de emprendimientos innovadores que buscan solucionar problemas emergentes o crear nuevas demandas a través del desarrollo de novedosas formas de negocios (OCDE, Startup América Latina 2013, 7).

En el plano académico, Gompers y Lerner, haciendo referencia a las empresas objeto de la inversión de fondos de capital de riesgo, señalan que se tratará de empresas pequeñas y jóvenes, con altos niveles de incertidumbre y asimetría de la información; es decir, existirán elevadas diferencias entre el conocimiento sobre la empresa del emprendedor respecto del inversionista. De igual manera, precisan que estas operarán en industrias de rápido crecimiento y que contarán con reducidos activos, los mismos que limitarían su acceso al crédito (Gompers y Lerner, The Venture Capital Revolution 2001, 145).

En el ámbito nacional, Start-Up Perú inicialmente definió a las *startups* dentro del concurso “Emprendimientos dinámicos y de alto impacto”, en donde señaló que estas involucrarán empresas constituidas con una antigüedad entre 1 y 5 años, con potencial de crecimiento dinámico y de alto impacto, y que involucrarán productos, procesos, servicios o

formas de comercialización innovadoras (Ministerio de la Producción 2015). Vale precisar que, dentro de la quinta convocatoria de este mismo programa, el concurso se dividió en dos; en donde se incluyó, por un lado, el de “Emprendimientos dinámicos” y, por otro lado, el de “Empresas de impacto” (PRODUCE, Start-Up Perú 2017). Respecto al primero, se las definió como empresas basadas en innovaciones de producto, procesos, servicios o formas de comercialización con edades entre 1 y 5 años; sin embargo, se especificó que estas debían contar, en los últimos 12 meses o ejercicio fiscal, con una facturación mínima de 10 UITs²⁴ (Start-Up Perú, Bases integradas del concurso de capital semilla para emprendimientos dinámicos 2016).

Por otro lado, en el concurso de “Empresas de impacto” se mantuvo el criterio de innovación señalado para el anterior concurso y se especificó que las edades estarían entre 2 y 7 años y que, en los últimos 36 meses existiese una facturación mínima de 150 UITs y máxima de 1,700 UITs en los últimos 12 meses (Start-Up Perú, Bases integradas del concurso para empresas de impacto 2016). En la misma línea de ideas, en la última versión de las “Bases del Concurso de Fomento de Capital de Riesgo en Emprendimientos Dinámicos y del Alto Impacto” de Start-Up Perú, se señala que un emprendimiento dinámico y de alto impacto será “aquella nueva o reciente iniciativa empresarial con alto potencial de crecimiento y una oferta de valor innovadora o con alto grado de diferenciación” (Startup Perú 2017, 2).

Finalmente, es preciso hacer referencia a la definición local de Micro y Pequeña Empresa (MYPE) reconocida en la Ley 28015 “Ley de promoción y formalización de la micro y pequeña empresa” y su Reglamento aprobado por Decreto Supremo 008-2008-TR. En este sentido, de acuerdo con el artículo 3 de la Ley 28015 y el artículo 2 de su Reglamento, una Microempresa es aquella que no tiene más de 10 empleados, sin incluir al propietario, cuyas ventas anuales serán por un monto máximo de 150 UIT²⁵ y cuyo total de activos no superará al equivalente de US\$ 20,000, excluyendo a los bienes inmuebles. La misma base legal define a la Pequeña Empresa como aquella que no tendrá más de 100 empleados, sin incluir al propietario y cuyas ventas anuales serán por un monto máximo de 1,700 UIT²⁶.

²⁴ A 2017, la UIT es equivalente a S/ 4,050.

²⁵ UIT: Unidad Impositiva Tributaria. A la fecha equivalente a S/ 3,950.

²⁶ Se puede observar que el monto máximo de ventas de la Pequeña Empresa coincide con el monto máximo del concurso “Empresas de alto impacto” de Start-Up Perú.

Las definiciones antes señaladas permiten identificar a las *startups* dinámicas y de alto impacto como aquellas MYPEs con potencial de rápido crecimiento y expansión en sus años iniciales (Rivas, El fomento al emprendimiento dinámico en países del Cono Sur de América Latina 2014, 3), y que involucrarán un alto grado de diferenciación e innovación (Hidalgo, Kamiya y Reyes 2014, 13) (OCDE, Startup América Latina 2013, 7). Como componente natural de su carácter diferenciador, existirá un alto nivel de incertidumbre sobre sus operaciones a futuro, además de asimetría de la información entre el emprendedor e inversionista respecto al funcionamiento de la empresa (Gompers y Lerner, The Venture Capital Revolution 2001, 145). Estos componentes se materializarán en un elevado nivel de riesgo y rentabilidad, lo cual limitará la oferta de recursos financieros a los cuales el *startup* tendrá acceso; por ejemplo, a través del crédito en la banca comercial (Gompers y Lerner, The Venture Capital Revolution 2001, 145). Finalmente, deberá considerarse la edad de la *startup* (1 a 7 años) y los niveles de ventas (desde 10 hasta 1,700 UITs), como referencias en la presente definición (PRODUCE, Start-Up Perú 2017).

En consecuencia, en adelante la referencia a *startup* involucrará a la *startup* dinámica y de alto impacto definida en el párrafo anterior, la cual también podrá ser referida como ‘empresa objetivo’.

6.2.2 Ecosistema de emprendimiento

La CAF define al ecosistema de emprendimiento como un conjunto interrelacionado de elementos que permitirán crear un entorno favorable al crecimiento y expansión acelerado de empresas (Hidalgo, Kamiya y Reyes 2014, 11). De la misma manera, esta institución señala que, de acuerdo a Isenberg (2011), del *Babson Entrepreneurship Ecosystem Project*, el ecosistema de emprendimiento estará conformado por los siguientes componentes: liderazgo, gobierno, cultura, casos de éxito, capital humano, capital financiero, organizaciones emprendedoras, educación, infraestructura, clústeres, redes de personas, servicios de apoyo y clientes (Hidalgo, Kamiya y Reyes 2014, 17).

No obstante, una fuente distinta a la anterior, indica que este mismo autor reconoce que los elementos del ecosistema de emprendimiento dinámico incluirían a los mercados, la política, las finanzas, la cultura, instituciones de soporte, capital humano y mercado, de acuerdo a la siguiente Figura 2:

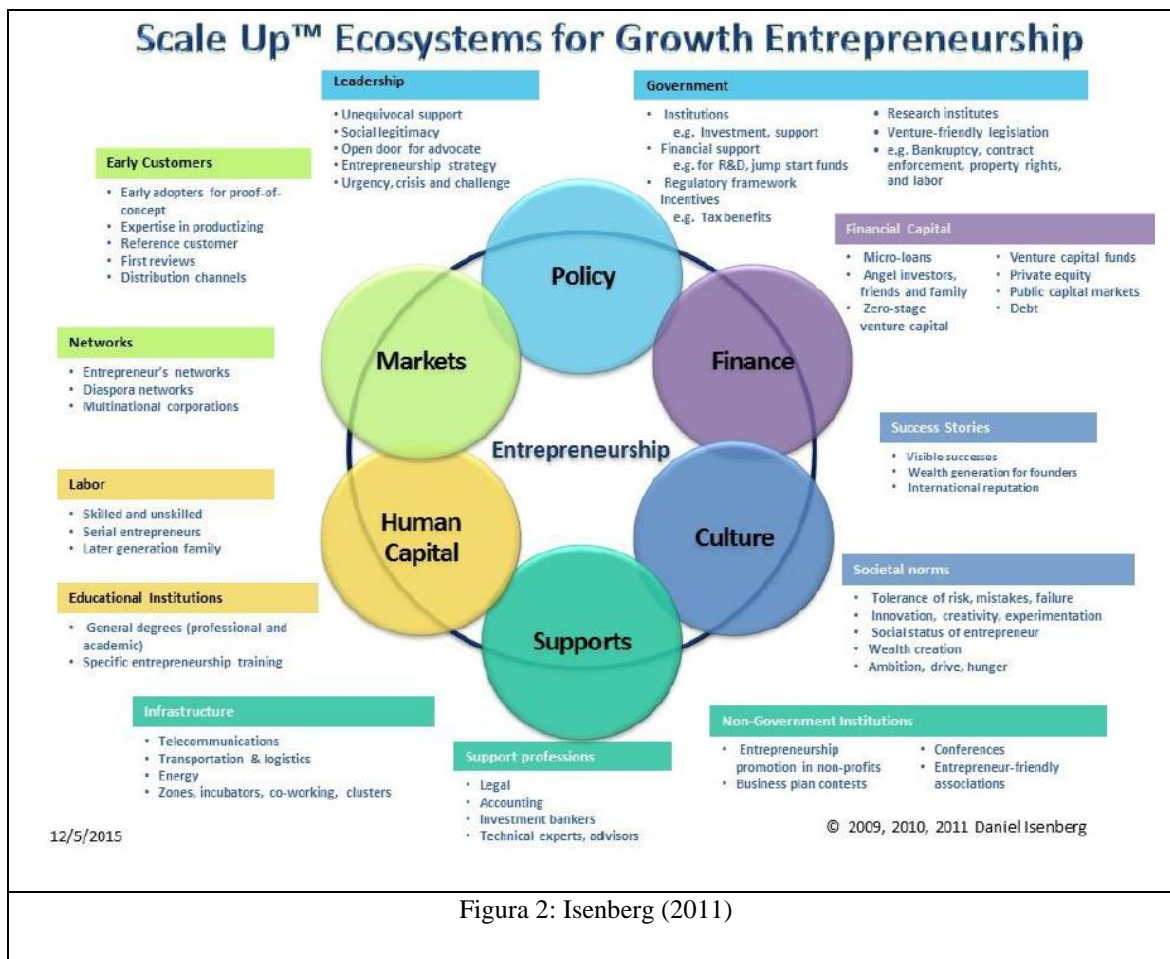


Figura 2: Isenberg (2011)

Por otro lado, el FOMIN señala que el ecosistema de emprendimiento está compuesto por un conjunto de instituciones que actúan entre sí en pro de la promoción, asistencia y desarrollo de nuevos proyectos empresariales o de reciente creación (FOMIN, El ecosistema peruano de emprendimiento dinámico: señales para el optimismo y áreas de mejora 2016, 19). Respecto a las organizaciones que compondrían al ecosistema, señala que estas se pueden clasificar según su concepción (públicas, privadas, mixtas y de organismos de cooperación internacional) o según la relación con los emprendedores y el servicio prestado (promoción y difusión del emprendimiento, aceleración, financiación, asistencia técnica y consultoría) (FOMIN, El ecosistema peruano de emprendimiento dinámico: señales para el optimismo y áreas de mejora 2015, 19). Finalmente, se hace referencia a los agentes públicos que actuarían de forma indirecta sobre el emprendimiento, los mismos que también podrían

tener un rol directo como financiadores (FOMIN, El ecosistema peruano de emprendimiento dinámico: señales para el optimismo y áreas de mejora 2015, 19).

Similar a lo anterior, en un reporte elaborado para el FOMIN sobre las mejores prácticas en la creación de un ecosistema de capital de riesgo, se señalan que los elementos que conformarían dicho ecosistema, incluyen plataformas de comunidad, capital humano, recursos financieros para empresas en etapas tempranas, servicios de soporte y tecnología, oferta de *coaching*, entrenamiento y soporte a emprendedores, aspectos legales y regulatorios, e investigación, desarrollo e innovación (Leamon, Lerner and García-Robles 2013, 37).

En el mismo sentido, haciendo referencia a los factores que afectaban al ecosistema de emprendimiento para la implementación de un fondo capital de riesgo en Uruguay, un documento elaborado por el BID identifica que dentro de estos se encuentran: la cultura, las condiciones socioeconómicas, el sistema educativo, el tejido institucional, el capital humano, el capital social, el financiamiento, y las normas y regulaciones (BID, El Fondo Emprender 2012, 1).

En línea con lo anterior, el Programa de Desarrollo Emprendedor (PRODEM), identifica las siguientes diez (10) dimensiones que influirían en la cantidad y calidad de nuevas empresas creadas en el ecosistema de emprendimiento en América Latina: capital humano emprendedor, cultura, condiciones sociales, sistema educativo, condiciones de la demanda, estructura empresarial, plataforma de ciencia y tecnología para la innovación, financiamiento, capital social y políticas y regulaciones (Kantis, Federico y Ibarra García 2014, 24-26).

De esta manera, el ecosistema de emprendimiento será definido como el conjunto de dimensiones necesarias para el surgimiento de una mayor masa crítica de emprendimientos dinámicos (Hidalgo, Kamiya y Reyes 2014, 11, 17) (BID, El Fondo Emprender 2012, 1) (FOMIN, El ecosistema peruano de emprendimiento dinámico: señales para el optimismo y áreas de mejora 2016, 19) incluyendo al capital humano emprendedor, la cultura, las condiciones sociales, el sistema educativo, las condiciones de la demanda, la estructura empresarial, una plataforma de ciencia y tecnología para la innovación, el financiamiento, el

capital social, y las políticas y regulaciones (Kantis, Federico y Ibarra García 2014, 24-26). De esta manera, se considerarán las dimensiones del ecosistema establecidas por el PRODEM en base a su especialidad de estudio del caso latinoamericano, haciendo especial énfasis en aquella vinculada al financiamiento.

6.2.3 Ciclo de vida de la *startup* y fuentes de inversión

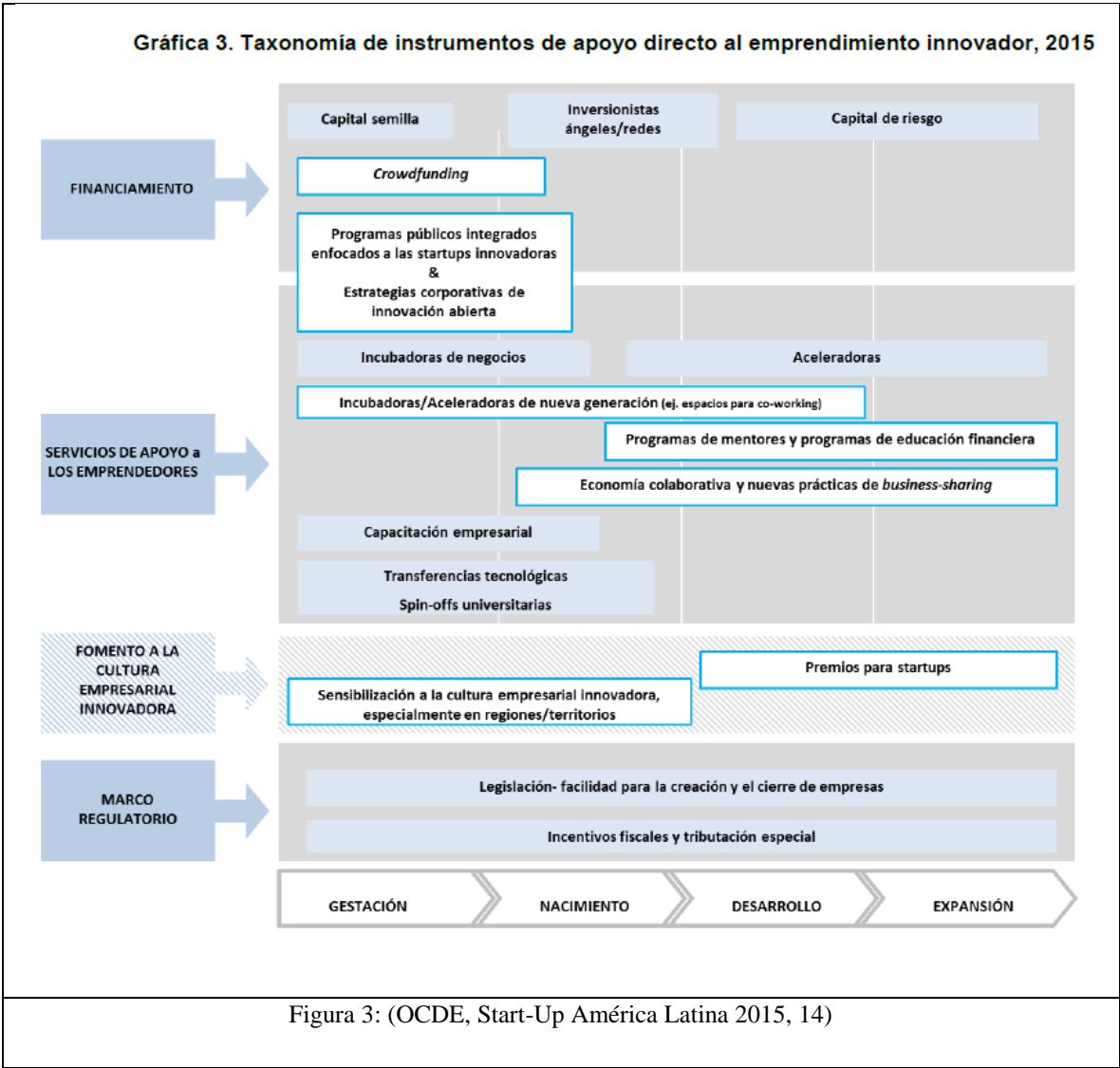
Para el desarrollo de este concepto deberá realizarse una precisión semántica. Respecto a la dimensión del financiamiento, el PRODEM la describe a partir de los recursos financieros a los que tendría acceso una empresa en etapa temprana, en donde destacan, en primer lugar, los inversionistas ángeles, para la etapa posterior al agotamiento de los recursos propios y de familiares y amigos; y, en segundo lugar, los fondos de capital de riesgo, cuando ya se ha validado la propuesta de valor y se requiere de mayores recursos (Kantis, Federico y Ibarra García 2014, 99-100). Señala esta institución que, en ambos casos, se realizará una inversión con la expectativa de multiplicar el monto aportado al momento de vender su participación accionaria (énfasis propio) (Kantis, Federico y Ibarra García 2014, 100).

De la misma manera, de acuerdo al Diccionario de Economía y Negocios, “financiar” involucra proporcionar los fondos para la puesta en marcha, desarrollo y gestión de cualquier proyecto o actividad económica, los mismos que deberán ser retornados durante el plazo y retribuidos a un tipo de interés fijo o variable previamente establecido (énfasis propio); mientras que esta misma fuente define a la “inversión” como la colocación de fondos en un proyecto con la intención de obtener un beneficio en el futuro (énfasis propio) (Andersen 1999, 263 y 348).

Es así, como la dimensión del financiamiento del PRODEM, será acotada por la presente investigación a los instrumentos de “inversión” que se encuentran dentro de la misma, específicamente a aquellas realizadas por los fondos de capital de riesgo. Esta precisión es necesaria, ya que, si bien el aporte monetario de un fondo de capital de riesgo en una *startup* establecerá un plazo referencial de retorno, no estará sujeto al pago de un interés fijo o variable, si no que dependerá del crecimiento del valor de las acciones de su propiedad en la *startup* hasta el momento de su venta (Gompers y Lerner, The Venture Capital Revolution 2001, 145-146) (Coyle y Green 2014, 149-150). Por lo tanto, para efectos de la presente investigación, se hará referencia al ciclo de vida de una *startup* y la cadena de

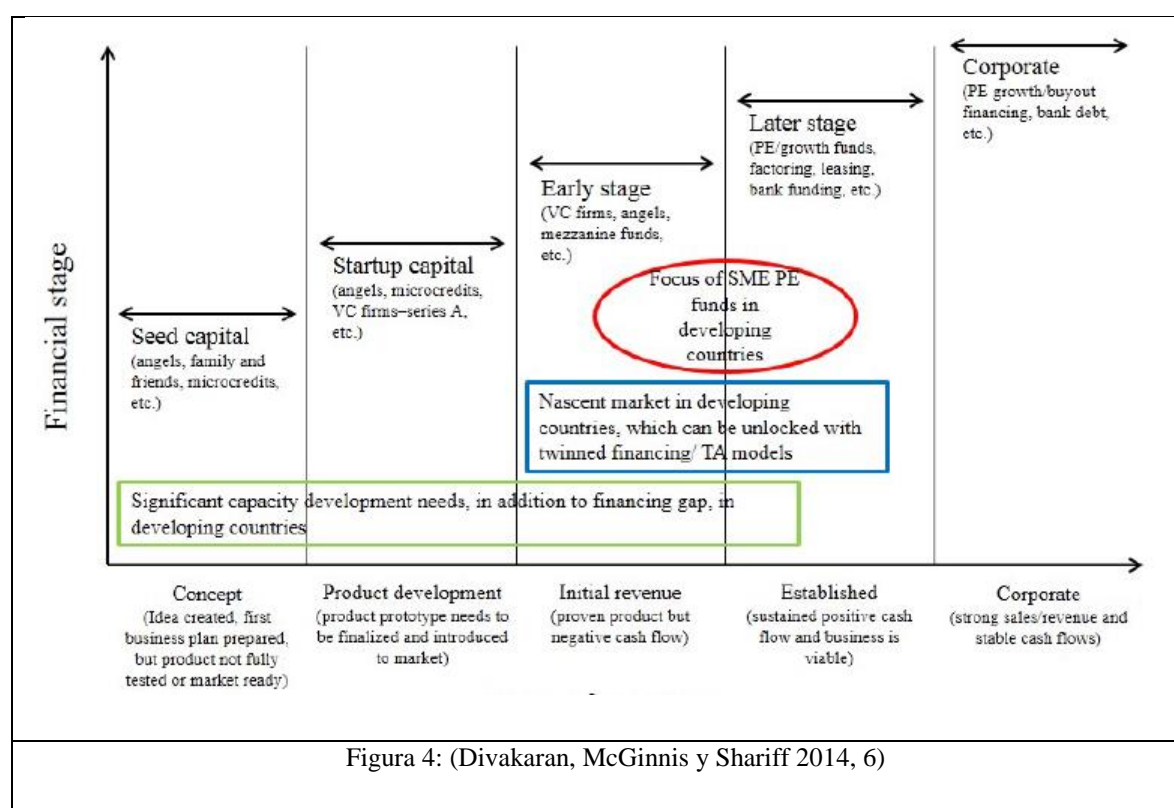
inversión, en donde se asumirá que los recursos aportados por los inversionistas, incluyendo los fondos de capital de riesgo, se darán principalmente a cambio de una participación accionaria, sin descartar la existencia de instrumentos semi-accionarios como la deuda convertible, notas convertibles o instrumentos de *quasi-equity* (Coyle y Green 2014, 151).

En atención a lo señalado, el Centro de Desarrollo de la OCDE, ha elaborado un esquema de los instrumentos de apoyo directo a *startups* (Figura 3), identificando etapas de financiamiento, servicios de apoyo y capacitación empresarial, y el marco regulatorio que acompañará a las etapas de gestación, nacimiento, desarrollo y expansión de una *startup*:



El cuadro anterior permite visualizar el carácter sistémico del crecimiento de una *startup*, incluyendo tanto los elementos financieros como los no financieros de apoyo y capacitación empresarial. En lo relativo al capital de riesgo, se puede apreciar que este se encuentra alineado con el trabajo de las aceleradoras de negocio en temas de apoyo y capacitación empresarial a la *startup*, y dentro de las etapas de “Desarrollo” y “Expansión”.

En la misma línea, el Banco Mundial, comentando sobre la falta de instrumentos de capital destinados a las etapas de expansión en países en vías de desarrollo, elaboró un esquema (Figura 4) en donde se puede apreciar a mayor detalle sus principales etapas:



En este esquema, el capital de riesgo (VC, por sus siglas en inglés), se encuentra en las etapas de ‘*Startup capital*’ y ‘*Early stage*’; la primera, en etapa de desarrollo del producto o servicio; mientras la segunda, ya contaría con el producto desarrollado, aunque mantendría un flujo de caja negativo. Comparando este cuadro con el anterior de la OCDE, se aprecia que la etapa de “Desarrollo” sería semejante a la del “*Startup capital*”, mientras la de “Expansión” lo sería respecto a la de “*Early stage*”.

De igual manera, respecto a la etapa de inversión de los fondos de capital de riesgo, Metrick y Yasuda indican que esta se podría dividir en tres etapas: “*early-stage*”, “*mid-stage*” y “*later-stage*” (Metrick y Yasuda 2011, 6). Así, los autores reconocen que en la etapa de *early-stage*, se incluyen a aquellas empresas que están en una fase inicial de comercialización del producto; mientras que, en la etapa de *later-stage*, estarían aquellas empresas con un producto probado y una tendencia clara de generar beneficios. De esta manera, señalan que las inversiones de fondos de capital de riesgo estarían centradas en la etapa *mid-stage*, también conocida como *expansion-stage*, ya que se encuentran en un punto medio con amplio margen de crecimiento (Metrick y Yasuda 2011, 6). Esta posición también es compartida por Gianni Romaní, quien señala que a diferencia del capital de riesgo informal (denominación utilizada para referirse a los inversionistas ángeles), el capital de riesgo formal (denominación utilizada para referirse a los fondos de capital de riesgo), está enfocado en etapas posteriores, en donde la empresa ya habría superado el “valle de la muerte” y requeriría mayor financiamiento para su expansión o escalamiento (Romani Ch., Los desafíos del financiamiento del emprendimiento innovador en la región 2015, 162).

Finalmente, en la siguiente figura elaborada por StartUpsPal (2011), se puede apreciar el ciclo completo de vida de una *startup*, con mayor detalle sobre la participación de los fondos de capital de riesgo y con una separación entre los instrumentos de inversión que harán parte del mercado privado y el mercado público, respectivamente (Figura 5):

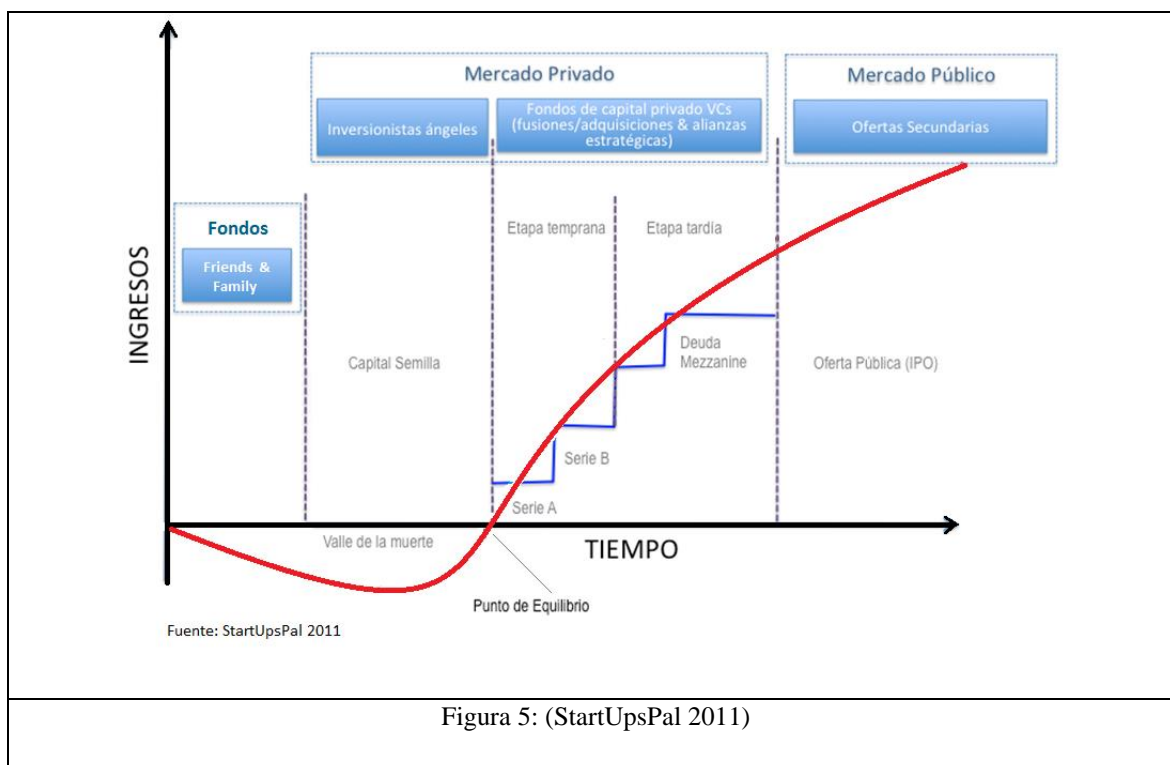


Figura 5: (StartUpsPal 2011)

En esta figura, se puede observar que la inversión de fondos de capital de riesgo se generará posterior al punto de equilibrio, el cual será consecuencia de superar el valle de la muerte y que constará de, al menos, tres etapas de inversión: Serie A, Serie B y Deuda Mezzanine. Además, se puede observar que esta descripción es coherente con lo expuesto anteriormente por la OCDE y el Banco Mundial, reconociendo que la entrada del capital de riesgo se dará, principalmente, en fases de expansión de la *startup*. Debe señalarse que esta participación, podrá representar el último eslabón de la cadena de inversión previo a una oferta pública de valores (IPO, por sus siglas en inglés). Este punto es importante ya que, como se presentará más adelante, la salida de la inversión o desinversión, sea a través de una venta privada o pública, representará uno de los factores más importantes en la decisión de un inversionista de capital de riesgo para concretar una inversión de este tipo (Gilson y Black, Does Venture Capital Require an Active Stock Market? 1999, 2).

De lo anterior, es necesario resaltar algunos puntos. El primero, es la coexistencia de factores ligados a la inversión y al nivel de asesoría y apoyo empresarial que requiere una *startup* dependiendo de la etapa en la que se encuentre (OCDE, Start-Up América Latina

2015, 14). El segundo, que el capital de riesgo se dará, principalmente, en etapas de expansión del *startup* (OCDE, Start-Up América Latina 2015, 14) (Divakaran, McGinnis y Shariff 2014, 6) (Metrick y Yasuda 2011, 6) (Romani Ch., Los desafíos del financiamiento del emprendimiento innovador en la región 2015, 162) (StartUpsPal 2011). El tercero, que, previo a la entrada del capital de riesgo, existirán otras fuentes de capital del *startup* como ‘*Friends & Family*’, capital semilla, *crowdfunding* e inversionistas ángeles (OCDE, Start-Up América Latina 2015, 14) (Divakaran, McGinnis y Shariff 2014, 6) (Romani Ch., Los desafíos del financiamiento del emprendimiento innovador en la región 2015, 162) (StartUpsPal 2011). En términos generales, la existencia de estos niveles escalonados de inversión generará mecanismos de validación del modelo de negocio o prototipo de la *startup*, considerando que el avance en la cadena de inversión estará sujeto al cumplimiento de determinados hitos (*milestones*) que harán viable la concurrencia de nuevas rondas de inversión (Coyle y Green 2014, 151).

En atención a las etapas de capital, vale señalar, que las mismas no podrán considerarse rígidas ni incluirán necesariamente a los mismos actores por etapa. En este sentido, la *British Private Equity & Venture Capital Association* (BVCA), ha señalado que el surgimiento de nuevas plataformas virtuales de inversión han generado que la cantidad de inversionistas de riesgo vaya en aumento, en la medida que existirá una mayor cantidad de inversionistas ángeles comportándose como fondos de capital de riesgo; fondos de capital de riesgo comportándose como inversionistas ángeles; y, con la inversión ángel siendo tan viable como una en el mercado de valores (Clark, VC Evolved 2014, 10).

Esta versatilidad fue atribuida por Gompers y Lerner a ciertas condiciones del mercado; por ejemplo, a la capacidad de las *startups* de recibir la magnitud del capital de un *venture capitalist* y la posibilidad de que los fondos de capital de riesgo puedan realizar inversiones sindicadas con el objetivo de mitigar riesgos (Gompers y Lerner, The Venture Capital Revolution 2001, 157). Específicamente sobre las inversiones sindicadas, un estudio de Lerner determinó que en los casos de inversiones en etapas tempranas, la participación de más de un *venture capitalist* generaba una segunda opinión necesaria previa a tomar una decisión de inversión (Lerner, The Syndication of Venture Capital Investments 1994, 16-27). Por lo tanto, ante la ausencia de *startups* capaces de recibir la inversión de un fondo de capital

de riesgo y ante la imposibilidad de syndicate la participación de varios fondos por la falta de oferta, los inversionistas tendrán una preferencia por inversiones en empresas con un mayor nivel de madurez y que signifiquen una asunción de riesgo menor (Divakaran, McGinnis y Shariff 2014, 6). Esta situación también es ilustrada por un estudio de Sahlman que señala que para finales de la década de 1980, en Estados Unidos el 15% de las inversiones de los *venture capitalists* se daba en *startups* de etapa temprana, mientras que el 65% del capital estaba dirigido a empresas de una etapa tardía, la mayoría, bajo dominio privado (Sahlman, The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations 1990, 475)²⁷.

En base a lo anterior, la cadena de inversión será un esquema referencial de diversos instrumentos financieros dirigidos a *startups*, incluyendo a ‘*Friends, Family & Fools*’, capital semilla, *crowdfunding* e inversionistas ángeles y capital de riesgo (OCDE, Start-Up América Latina 2015, 14) (Divakaran, McGinnis y Shariff 2014, 6) (StartUpsPal 2011). Estos instrumentos ocuparán un lugar referencial y versátil dentro de la cadena de inversión, sujetos a la etapa en la que se encuentre la *startup* y al cumplimiento de determinados hitos (*milestones*) para el acceso a una nueva ronda de inversión (Gompers y Lerner, The Venture Capital Revolution 2001, 157) (Coyle y Green 2014, 151) (Clark, VC Evolved 2014, 10). Finalmente, en el caso específico del capital de riesgo, la tesis de inversión estará centrada, principalmente, en aquellas *startups* que se encuentren en etapa de expansión, habiendo superado el valle de la muerte y alcanzando el punto de equilibrio (OCDE, Start-Up América Latina 2015, 14) (Divakaran, McGinnis y Shariff 2014, 6) (Metrick y Yasuda 2011, 6) (Romani Ch., Los desafíos del financiamiento del emprendimiento innovador en la región 2015, 162) (StartUpsPal 2011).

6.2.4 Capital de riesgo

En primer lugar, Sahlman define al capital de riesgo como un “*pool of capital*” administrado profesionalmente y que es invertido en valores mobiliarios representativos del capital social de empresas privadas en diferentes etapas de su desarrollo (Sahlman, The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations 1990, 473)²⁸. De la misma manera, agrega que los inversionistas de este tipo de activos, a los que denomina como

²⁷ El restante 20% estaba invertido en *Leveraged Buy Outs* (LBO) y Adquisiciones.

²⁸ En (Chen, et al. 2009, 2), se indica que los recursos del *venture capitalist* se invierten de manera escalonada y donde las empresas objetivo estarían sujetas a evaluación constante.

‘*venture capitalists*’, participan activamente²⁹ en la administración de las empresas objeto de inversión, usualmente ocupando puestos en el Directorio y reteniendo importantes derechos económicos adicionales a sus *ownership rights*. Finalmente, señala que usualmente el *venture capitalist* se constituirá como un *limited partnership*, actuando como *general partner*, e incluyendo a otros inversionistas que participarán como *limited partners*³⁰.

En segundo lugar, Gompers y Lerner definen al capital de riesgo como un intermediario³¹ que provisiona capital a empresas que, en otros escenarios, tendrían limitaciones de acceso al mismo (Gompers y Lerner, *The Venture Capital Revolution* 2001, 145-146). Estas limitaciones se basarían en la juventud de la empresa³², el alto nivel de incertidumbre de la inversión, la asimetría de la información, los limitados activos tangibles y las operaciones en mercados de alta variación (Gompers y Lerner 1996, 465). Por otro lado, los autores reconocen la diferencia entre el capital de riesgo y los inversionistas ángeles, definiendo al primero como fondos de capital independiente y administrados profesionalmente, cuyo enfoque será la inversión en el capital social de empresas con potencial de crecimiento a través de la compra de acciones o instrumentos similares mientras la empresa se mantenga bajo dominio privado.

²⁹ En (Gompers y Lerner 1996, 465) también se hace referencia a la participación activa de los ‘*venture capitalists*’, indicando que esto se materializaría en un monitoreo del progreso de las empresas objeto de inversión, posiciones en el Directorio y el condicionamiento de la inversión al cumplimiento de objetivos (*milestones*). De igual manera, estos inversionistas tendrían la facultad de elegir a puestos claves en la administración y remover miembros fundadores (*entrepreneurial team*). Finalmente, también brindarían acceso a los emprendedores a consultores, banca de inversión y abogados. En (Hellmann 1998, 57), haciendo referencia a los estudios de (Byers, 1997), (Bygrave and Timmons, 1992), (Gorman and Sahlman, 1989) y (Sapienza, 1992), indican que un *venture capitalist* agrega valor a las empresas objeto de inversión a través de la provisión de una serie de servicios orientados al diseño de la estrategia, provisión de apoyo técnico y comercial y la atracción de personal de trabajo clave. En (Chen, et al. 2009, 2), se señala que el rol activo del *venture capitalist* se daría en aspectos de gobierno, a través de puestos en el Directorio, reclutamiento de personal en la administración y la provisión de incentivo al personal de administración. En (Gornall and Strebulaev 2015, 1), señalan que el apoyo no financiero se sustentaría en *mentorship*, guía estratégica y red de contactos.

³⁰ En (Gompers y Lerner, *Venture Capital Distributions: Short-Run and Long-Run Reactions* 1998, 2164) se señala que la estructura del *limited partnership* es la de mayor popularidad en Estados Unidos, manteniendo las figuras del *general partner* y *limited partners*. También se reconoce la existencia de *general* y *limited partners* en la estructura organizacional de un *venture capitalist* en (Metrick y Yasuda 2011, 3).

³¹ La clasificación del *venture capitalist* como intermediario financiero es reconocida principalmente en (Gornall and Strebulaev 2015, 1). En (Rind 1981, 169-170) se define al capital de riesgo a partir de las funciones del *venture capitalist* que incluirían: i) la creación, expansión o relanzamiento de empresas; ii) invertir en de alto riesgo y alta rentabilidad; iii) intensiva investigación y análisis previo a invertir; iv) negociar estructuras financieras utilizando instrumentos financieros individuales; v) tomar una posición de largo plazo dado la iliquidez de este tipo de inversiones; vi) participar directa y activamente en las empresas objeto de inversión generando valor agregado a la inversión; y, vii) apuntar a maximizar la inversión dado los incentivos del *venture capitalist* en la compensación que recibiría por la inversión. En (Guler and Guillén 2010), también se clasifican al *venture capitalist* como un intermediario financiero que aporta experiencia en los campos organizacionales, administrativos, industriales e, incluso, tecnológicos. También se le clasifica como intermediario financiero en (Metrick y Yasuda 2011, 3) y (Sorenson and Stuart 2001, 1550).

³² En (Chen, et al. 2009, 2), señalan que las firmas de capital de riesgo invierten en empresas de alta tecnología en etapa temprana (*early stage*) donde la asimetría de la información es alta. En (Gornall and Strebulaev 2015, 1), se señala que las empresas objetivo se caracterizan por ser jóvenes, innovadoras y riesgosas. En (Tyejee and Bruno 1984), señala que las inversiones de capital de riesgo se dan principalmente en empresas nuevas que no tienen un historial de rendimiento; situación, que también generaría que el inversionista tenga mayor involucramiento en las actividades de la empresa.

En tercer lugar, Gilson y Black definen al capital de riesgo como una inversión realizada por una institución especializada (fondos de capital de riesgo) en empresas de alta tecnología, de alto potencial de crecimiento y alto nivel de riesgo que requieren de *equity capital* para financiar el desarrollo del producto o potenciar su crecimiento (Gilson y Black, Does Venture Capital Require an Active Stock Market? 1999, 2). Estos autores, excluyen de su definición al denominado “*buyout financing*” que haría parte de la definición de capital de riesgo en Europa, en donde los administradores de empresas maduras adquirirían su propiedad a los accionistas actuales.

En cuarto lugar, Allen y Song definen al capital de riesgo como una opción de financiamiento que, a diferencia de instrumentos tradicionales como los préstamos bancarios, involucrarán una participación activa de los proveedores de fondos a fin de evitar problemas relacionados a la asimetría de la información (Allen y Song 2002, 1). De igual manera, plantean que esta participación activa también buscará mitigar la incertidumbre en el flujo de caja de la empresa ante la posibilidad de mal uso de los recursos. Además, señalan que los recursos invertidos serán *equity-type*, haciendo que los inversionistas y la empresa compartan el potencial de crecimiento (*upside potential*) del proyecto. Finalmente, señalan que se tratará de una inversión por un plazo determinado³³ que, una vez culminado, generará una fase de salida de la inversión³⁴ a través de una oferta pública inicial (IPO, por sus siglas en inglés) en el mercado de valores o directamente una venta privada a una empresa más grande.

Por otro lado, el Banco Mundial define al capital de riesgo como las inversiones que se realizan en empresas en la etapa de *startups* y de etapa temprana (según la clasificación de esta misma institución señalada en el punto 7.2.3), principalmente bajo la modalidad de *limited partnerships*, indicando que, en mercados desarrollados, estas inversiones se dan regularmente en empresas tecnológicas; mientras que, en los países en vías de desarrollo, también se incluirán a empresas que no están necesariamente ligadas a este sector (Divakaran, McGinnis y Shariff 2014, 3, 23).

³³ En (R. Gilson 2002, 7), se indica que se tratará de un plazo fijo promedio de 10 años. Adicionalmente, debe considerarse lo señalado en (Tyebjee and Bruno 1984, 1051-1052), donde se reconoce que las inversiones de capital de riesgo serán de largo plazo, dado la iliquidez de los instrumentos objeto de inversión. La característica ilíquida de las inversiones también es reconocida en (Weidig 2002, 1).

³⁴ En (Cumming y MacIntosh 2003, 101), se señala que los vehículos de desinversión (IPO, adquisición, company buyback, secondary sale, write-off) es un factor de gran importancia para los *venture capitalists* en la decisión de invertir en una empresa. En (Metrick y Yasuda 2011, 3), se señala que el *venture capitalist* fondea el crecimiento interno de las empresas objetivo considerando que su objetivo principal es maximizar el retorno financiero a través de la desinversión, sea que esta se dé a través de una venta o una oferta pública inicial (IPO).

De la misma manera, en una publicación del FOMIN que resume el informe de (Dalberg 2012), se define al capital emprendedor (denominación utilizada en cierto sector de América Latina para referirse al *venture capital*) como “el financiamiento de largo plazo a empresas emergentes, ya sea en forma de inversiones de capital o instrumentos subordinados, que viene acompañado de un asesoramiento activo en cuanto a la gestión, el gobierno corporativo y la estrategia [de las compañías]” (FOMIN, Capital Emprendedor: Un motor para el desarrollo en América Latina 2012-2013, 4). De la misma manera, el informe agrega que, el capital emprendedor “es generalmente canalizado a través de fondos de inversión administrados por empresas especializadas con vasta experiencia operativa y financiera”, enfatizando que este “es considerado un importante catalizador para el crecimiento de empresas emergentes”.

De igual manera, Romaní define al capital de riesgo como “los aportes de capital en el patrimonio de una empresa”, y agrega que se trata de un aporte “minoritario [del 30% generalmente], temporal, activo y con la expectativa de retornos en el mediano o largo plazo, por encima del promedio de mercado” (Romani Ch., Los desafíos del financiamiento del emprendimiento innovador en la región 2015, 162-163).

Así mismo, Jiménez define al capital de riesgo como un esquema organizacional y de financiamiento a largo plazo, y que involucra aportes de capital a empresas innovadoras que, atendiendo a la naturaleza innovadora de los proyectos objeto de inversión, buscará superar los problemas de asimetría de la información y riesgo moral (Jiménez 2008, 177).

Por otro lado, Santillán-Salgado y Hernández-Perales definen al capital de riesgo como una inversión realizada por un fondo de inversión en empresas en sus primeros años de operaciones y que se caracterizan por ser innovadoras y tener alto potencial de crecimiento (Santillán-Salgado y Hernández-Perales, Capital Emprendedor en México: una revisión de la industria y su entorno 2010, 1).

Además, Trujillo y Guzmán definen al capital de riesgo como un mecanismo de financiamiento para las empresas, en especial para aquellas consideradas nuevas empresas o nuevos emprendimientos (Trujillo Dávila y Guzmán Vásquez 2008, 72). De igual manera, agregan que se tratará de inversionistas activos en actividades de control, monitoreo y

acompañamiento a la gestión de la empresa a fin de alcanzar altos desempeños y perdurabilidad en el corto y mediano plazo (Trujillo Dávila y Guzmán Vásquez 2008, 74).

En base a las definiciones antes presentadas, el capital de riesgo (“*Venture Capital*” o “VC”) será un tipo de inversión que involucrará la intermediación (Gompers y Lerner, *The Venture Capital Revolution* 2001, 145-146) de inversionistas profesionales especializados en *startups* (Gilson y Black, *Does Venture Capital Require an Active Stock Market?* 1999, 2), principalmente, en etapas de crecimiento (Divakaran, McGinnis y Shariff 2014, 3, 23). Generalmente, el fondo se estructurará en base a los regímenes de responsabilidad de un *limited partnership*, incluyendo un *general partner* y una serie de *limited partners* (Sahlman, *The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations* 1990, 473). Adicional al aporte financiero, la inversión se caracterizará por involucrar una participación activa (Allen y Song 2002, 1), con inversión escalonada (Sahlman, *The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations* 1990, 473) y de plazo determinado (Allen y Song 2002, 1) (R. Gilson 2002, 7). Así mismo, esta inversión se dará a cambio de una participación en el capital social o instrumentos cuasi-accionarios (Gompers y Lerner, *The Venture Capital Revolution* 2001, 145-146) que, en base al crecimiento de la empresa, deberán liquidarse en un plazo futuro a través de un proceso de desinversión que, generalmente, se dará en la forma de una recompra de acciones, oferta pública inicial o adquisición (Allen y Song 2002, 1) (Cumming y MacIntosh 2003, 101).

6.2.5 Fondos híbridos de capital de riesgo

En un informe de la OCDE se definen tres tipos de programas estatales de apoyo al desarrollo del capital de riesgo (OCDE, *Government Venture Capital for Technology-Based Firms* 1997, 7). El primero, está relacionado a la oferta directa de capital a firmas de capital de riesgo o empresas objetivo. En este tipo de programas se entregaría capital a través de inversiones en *equity* o préstamos a bajo interés. El segundo, se refiere a incentivos financieros para invertir en firmas de capital de riesgo o empresas objetivo. En este caso, resaltan las materias fiscales en el otorgamiento de créditos o reducciones, y las garantías sobre los préstamos a las firmas de capital de riesgo o las empresas objetivo. El tercero, hace referencia a regulaciones que controlen los tipos de inversionistas de capital de riesgo. Para este último tipo, resaltan los esfuerzos de los países de la OCDE en ampliar la oferta de inversionistas de riesgo, especialmente a través de la entrada de los fondos de pensiones.

Por otro lado, Lerner señala que los programas públicos de capital de riesgo son importantes por dos razones principales (Lerner, When Bureaucrats Meet Entrepreneurs: The Design of Effective "Public Venture Capital" Programs 2002, 9-13). En primer lugar, señala que estos programas podrían ser una manera de certificar a las empresas objetivo respecto a futuros inversionistas. Esta razón, señala el autor, sería de particular importancia en aquellos sectores desatendidos por el mercado privado de capital de riesgo, los que, al recibir inversión por parte de un fondo de capital público y privado, podrían tener un sello de validación útil para incentivar el ingreso de futuros inversionistas. En segundo lugar, estos programas también incentivarían la generación de *spillovers* tecnológicos que, al no poder ser íntegramente absorbidos por el pionero privado, requerirían de un subsidio del Estado que promueva la investigación y desarrollo tecnológico.

Respecto a los programas públicos de capital de riesgo, Lerner señala que la estructura de estas operaciones involucrará niveles de control elevados, tanto de los inversionistas con el *venture capitalist*, como de este último con la administración de la empresa objetivo (Lerner, The Government as Venture Capitalist: The Long-Run Impact of the SBIR Program 1996, 2-3). En atención a ello, el autor considera que los funcionarios públicos, por lo general, no contarían con la experiencia o los recursos para monitorear efectivamente a los emprendedores. Es así, como el autor señala que, si bien podrían verse objetivos a corto plazo en la expansión de sus actividades, el crecimiento de la empresa no sería sostenible. Esta posición también es compartida por una publicación del Kauffman International Research and Policy Roundtable (2012), que señala que los programas controlados por el Estado y que involucran la participación de funcionarios públicos en la elección de las empresas objetivo de inversión, estaría altamente desacreditada, creando una alta probabilidad de disrupción en el mercado por la colocación indebida de capital y posiblemente ahuyentaría la participación de los inversionistas privados (Murray, y otros 2012, 3).

De la misma manera, aludiendo al problema de la simultaneidad, Gilson indica que el Estado será el responsable natural de impulsar el surgimiento de emprendedores, inversionistas e intermediarios especializados en el mercado de capital de riesgo (R. J. Gilson, Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience 2002, 38). El autor señala que, a pesar de los beneficios que tendría el desarrollo de tal mercado, el

Estado no podrá tener un rol de largo plazo en el mismo. Por lo tanto, considera que este rol debería estar enfocado en promover el desarrollo de los intermediarios especializados y proveer de capital semilla al nuevo mercado; en ningún caso sustituirlo.

En la misma línea de ideas, Kenney, comentando sobre el rol del gobierno estadounidense en el desarrollo del capital de riesgo, señala que este ha sido limitado excepto por algunas excepciones relacionadas al programa SBIC (Kenney 2000, 5-6). Dentro de este programa, uno de los efectos estaría relacionado a los *loan guarantees* que otorgaba, los cuales generaron menores costos de capital para los inversionistas que, en varios casos, dejaron el programa para establecer sus propias firmas de capital de riesgo. La segunda, estaría relacionada a la posibilidad que se creó para que los bancos, a pesar de ciertas restricciones legales que solo permitían una inversión de hasta el 5% en el capital social de una empresa, pudieran invertir en porcentajes más altos de las empresas objetivo a través de los SBIC.

Por otro lado, la OCDE señala que algunos de los fondos de capital de riesgo creados por el Estado también incluirán capitales privados (OCDE, Government Venture Capital for Technology-Based Firms 1997, 12-14). Señalan que estos fondos, que son conocidos como ‘*hybrid funds*’ (fondos híbridos), podrán ser estructurados de diversas maneras. Por un lado, los recursos del Estado podrían ser puestos a disposición de un *venture capitalist* o directamente en las empresas objetivo. Por otro lado, estos recursos también podrían ser colocados a través de un préstamo o actuando como socios de responsabilidad limitada en un fondo de capital de riesgo.

En la misma línea de ideas, Murray y otros indican que los fondos híbridos eran la respuesta del sector público ante la brecha de financiamiento disponible para *startups* o empresas de etapa temprana (Murray, y otros 2012, 2-3). Haciendo referencia al programa SBIC del SBA estadounidense, los autores definen a estos esquemas como ‘híbridos’ ya que involucraban la participación del Estado como un socio de responsabilidad limitada (*LP*) o como garante de una parte significativa del total de fondos levantados e invertidos. Así, una vez cumplidos los criterios para el acceso a los recursos públicos, el Estado delegaría la autonomía operativa al *General Partner* quien debería alcanzar retornos comercialmente atractivos para los inversionistas (*LPs*). De esta manera, indican que se generarían esquemas

de inversión indirecta por parte del Estado, en donde la labor de este era subordinada a la actividad ejecutiva y comercial de inversionistas experimentados de capital de riesgo.

De igual manera, Dahlstrom, haciendo referencia al programa SBIC, lo define como un programa público de capital de riesgo (Dahlstrom 2009, 51-53). El autor indica que el SBIC involucraba fondos del SBA que, sumado a capitales privados, tendrán el objetivo de financiar a empresas pequeñas. De igual manera, señala que dentro del SBIC han existido tres programas, incluyendo el *Debenture*, *Participating Securities* y *Specialized SBIC*, en donde vale precisar, que en el caso del *Specialized SBIC* y *Participating Securities* no se han emitido nuevas licencias desde 1996 y 2009, respectivamente.

En atención a lo señalado, se deberán considerar tres aspectos para definir el concepto de fondos híbridos de capital de riesgo. El primero es que, para propósitos de la presente investigación, la participación del actor estatal promotor del capital de riesgo será de manera subsidiaria (Lerner, *The Government as Venture Capitalist: The Long-Run Impact of the SBIR Program* 1996, 2-3) y enfocada en promover la actividad de los actores privados identificados en el problema de la simultaneidad, específicamente, en los intermediarios especializados (R. J. Gilson, *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience* 2002, 38). El segundo, será que, dentro de las acciones promotoras, se planteará la creación de vehículos de inversión híbridos de capital público y privado que atenderán la brecha de acceso de capital de las *startups* (OCDE, *Government Venture Capital for Technology-Based Firms* 1997, 12-14) (Murray, y otros 2012, 2-3). El tercero, serán los dos instrumentos a través del cual el actor estatal promotor del capital de riesgo colocará sus recursos en fondos híbridos; por un lado, aquellos que involucrarán aportes al capital del fondo de capital de riesgo y que considerarán los esquemas de responsabilidad del capital de riesgo (*GP* y *LP's*); y, por otro lado, aquellos que utilizarán instrumentos de deuda para colocar capital en fondos de capital de riesgo sujetos al pago de intereses periódicos (Dahlstrom 2009, 51-53).

6.2.5.1 Fondos híbridos bajo la modalidad de *equity*

Murray y otros, describiendo al SBIC como una referencia en programas de *equity*, señalan que en este modelo el Estado invierte directamente en el fondo o sirve como garante

ante otros inversionistas, permitiendo un apalancamiento a través del menor costo de los fondos levantados (Murray, y otros 2012, 4).

En relación al programa *Participating Securities*, Dahlstrom señala que el objetivo de este programa, creado en el año 1991, era incentivar la inversión de SBICs en el capital social de pequeñas empresas a través de la emisión de *participating securities*³⁵ del SBIC a favor del SBA a cambio de inversión apalancada (Dahlstrom 2009, 55). Señala el autor, que este programa se originó como una respuesta a ciertas deficiencias del programa *Debenture* original, en donde destacaba el desfase entre el largo plazo de la inversión de los SBIC y el corto plazo en la exigencia del pago de intereses por los recursos del SBA (Dahlstrom 2009, 54). Otros cambios incluyeron elevar el requisito de capital mínimo, transferir la función de auditoría del SBA de la Oficina del Inspector General a la División de Inversión de esta misma institución y atraer a nuevos inversionistas, especialmente a los fondos de pensiones, a través de simplificaciones en el pago de impuestos (Dahlstrom 2009, 54-55)³⁶.

En el aspecto operativo, el *Participating Securities* determinaba que cada SBIC emitiera un título valor denominado “*participating security*” a favor del SBA a cambio del capital apalancado (Dahlstrom 2009, 55). A continuación, el SBA creaba un *pool investment* en base a los *participating securities* de un grupo de SBICs que a su vez eran vendidos en el mercado de valores a través de un *investment trust* (Dahlstrom 2009, 55). Es importante destacar que el principal e intereses eran garantizados por el SBA a través del *trust*, los mismos que, en la práctica, eran financiados por un *annual appropriation* por adelantado del SBA, el que iba siendo compensado a medida que se vendían los *participating securities* (Dahlstrom 2009, 55).

En línea con lo señalado, existen dos ejemplos sobre programas de *equity* presentados por el reporte de Kauffman International que incluyen a dos mercados en vías de desarrollo,

³⁵ El *Participating Security* se define como un valor mobiliario (*security*) de carácter redimible y preferente emitido por el SBIC en la forma de intereses del *limited partnership*, acciones preferentes o *debentures*, con un interés que devenía en exigible siempre que el SBIC generase retornos sobre la inversión (Dilger y Gonzales 2011, 9). Esta misma posición es señalada por Dahlstrom quien indica que los *participating securities* podían darse en la forma de acciones preferentes, interés preferente del *limited partnership* o un instrumento de similar naturaleza, considerando, en todos los casos, que su pago devenía en exigible siempre que el SBIC generase retornos sobre la inversión. (Dahlstrom 2009, 57)

³⁶ A pesar de las novedades del *Participating Securities*, en un estudio realizado por el SBA que comparaba sus resultados con aquellos del programa *Debenture* entre los años 1994 a 2004, se identificó una utilidad de USD 66.3M del segundo, comparados a la pérdida de USD 1.1M que generó el primero (Dahlstrom 2009, 57). Estos resultados generaron que el SBA cesara de emitir nuevas licencias de SBIC bajo la modalidad *Participating Securities* el 1 de octubre de 2004 (Dilger y Gonzales 2011, 10).

como es el caso chino y el polaco (Murray, y otros 2012, 12). En el caso chino, el programa denominado “*Guidance Funds*”, es descrito como un “Fondo de Fondos” de capital público y privado, que incluye las modalidades de *equity participation* (equivalentes al *Participating Securities*) y *loan guarantees* (equivalentes al *Debenture*), y que coinvierte con firmas de capital de riesgo privadas en inversiones *early stage* (*seed* y *startup firms*) en sectores *high-tech* o *knowledge-based* (Murray, y otros 2012, 14)³⁷.

En el caso específico del programa de *equity*, señalan que este sería equivalente al “*Participating Securities*” estadounidense, diferenciándose en que el programa chino utilizaría la estructura de Fondo de Fondos (Murray, y otros 2012, 14). De esta manera, se trataría de una modalidad de coinversión de tipo *equity participation*, en donde se generaría un fondo híbrido de capital de riesgo, en que el actor público (nacional o local) participaría como un LP; considerando que, la responsabilidad por las operaciones diarias y de inversión, serían asumidas íntegramente por un administrador profesional de inversión (GP), que actuaría bajo una base netamente comercial (Murray, y otros 2012, 14). De igual manera, se precisa que la principal fuente de ingresos serán las ganancias de capital generadas por las inversiones exitosas, las que serán compartidas por los LPs privados y públicos de acuerdo con los términos contractuales previamente pactados (Murray, y otros 2012, 14).

En el caso polaco, se define un programa de *equity* bajo la estructura de Fondo de Fondos denominado *National Capital Funds* (KFK, por sus siglas en polaco), el cual fue creado por el gobierno de este país en el año 2005 (Murray, y otros 2012, 18). De esta manera, la inversión del KFK generaría el nacimiento de fondos híbridos de capital de riesgo que tendrían una vida útil entre 10 a 12 años y que invertirán, hasta un monto máximo de €1.5M, en pequeñas y medianas empresas innovadoras, en etapas de semilla, *startup* o expansión, por un plazo aproximado entre 4 y 5 años (Murray, y otros 2012, 18-19). Así mismo, los

³⁷ Para el programa *Guidance Funds* se señalan una serie de características comunes para ambas modalidades (Murray, y otros 2012, 14-15). En primer lugar, el Estado no tiene objetivos económicos o monetarios específicos más allá de un retorno mínimo para cubrir el costo de capital. En segundo lugar, existe un administrador del Fondo de Fondos, el cual se encarga de invertir en firmas de capital de riesgo privadas, las que a su vez realizan inversiones en las empresas objetivo; no existe una inversión directa del Estado. En tercer lugar, las inversiones se dan bajo escenarios viables con actores privados, lo que significa que no se subsidiará al privado a través de garantías, deducciones, límites de pérdidas y otros similares. En cuarto lugar, la participación pública será, por lo general, equivalente al 30% del capital levantado y regularmente no ejercerá una posición de control. Finalmente, se expresan cuatro criterios generales de selección aplicables a ambas modalidades: i) Tamaño del fondo: capital mínimo pagado de RMB 30M – 100M (USD 5 - 16M); ii) Equipo administrativo: tamaño mínimo, experiencia como inversionista, track record, experiencia internacional, entre otros; iii) Previo rendimiento del fondo: por encima del promedio de la industria (TIR 20% anual); iv) Horizonte de inversión: 10 a 15 años.

autores destacan que el principal y las ganancias de capital que les corresponderían a los inversionistas privados serían pagadas preferentemente sobre cualquier inversionista público (Murray, y otros 2012, 19).

En atención a lo señalado, un fondo híbrido de capital de riesgo bajo la modalidad de *equity*, involucrará la inversión de un actor público en un fondo de capital de riesgo con la finalidad que este, a su vez, invierta en empresas en etapa temprana (semilla, *startup* o expansión) (Dahlstrom 2009, 55) (Murray, y otros 2012, 14). Debe precisarse, que este actor público podría asumir el rol de un inversionista de responsabilidad limitada (LP), delegando las decisiones operativas y de inversión a un inversionista profesional especializado (GP) (Murray, y otros 2012, 14).

6.2.5.2 Fondos híbridos bajo la modalidad de deuda

Haciendo referencia al programa SBIC, Martin y Moore señalan que el SBIC era una pequeña empresa de inversión bajo dominio privado (*privately owned small business investment company*), licenciada por el SBA, que debía cumplir con la finalidad de atender la brecha de acceso al capital de la pequeña y mediana empresa (*SMEs*) estadounidense identificada en el *Small Business Investment Act* de 1958 (Martin y Moore 1959, 145). Originalmente, el SBIC se caracterizaba por tener un capital mínimo pagado de US\$ 300,000, generalmente constituido por la emisión de acciones a favor de inversionistas privados³⁸ y, en algunos casos, aportes del SBA por un máximo de US\$ 150,000 (Martin y Moore 1959, 147) (J.B.K Jr. 1968, 782). En este sentido, el aporte del SBA se daba a través de la compra de *debentures* (deuda sin garantía) emitidos por el mismo SBIC, los mismos que, a pesar de ser técnicamente un instrumento de deuda, se computaban para cumplir con el requerimiento de capital mínimo (Martin y Moore 1959, 147).

Comentando sobre el desarrollo de los diez primeros años del programa SBIC, J.B.K Jr. señala que, previo a las modificaciones que se dieron en el año 1967, el SBA podía adquirir un monto máximo equivalente de *debentures* por US\$ 700,000 de un SBIC sobre la base de un '*matching*' (J.B.K Jr. 1968, 785). De la misma manera, identifica otra característica del programa original en donde, adicional a la compra de *debentures*, el SBA estaba autorizado

³⁸ En (Martin y Moore 1959, 148) se indica que los accionistas de un SBIC podían incluir a personas naturales, *partnerships*, corporaciones, compañías de seguros y cualquier otra institución habilitada para invertir en *securities*.

para otorgar préstamos a favor del SBIC por un monto equivalente al 50% de su capital, con el máximo de US\$ 4M, siendo la base de cálculo el total de los fondos privados levantados y los fondos generados por la venta de *debentures* al SBA (J.B.K Jr. 1968, 785). Vale precisar que, a través de una modificación al *Small Business Investment Act* en 1961, se indicó que el SBIC tendría acceso a los préstamos del SBA siempre que no hubiese podido adquirir el financiamiento de actores privados bajo términos razonables (J.B.K Jr. 1968, 785) (Martin y Moore 1959, 149). No obstante, a partir de una posterior reforma en 1967, se revocó la autoridad del SBA como prestamista, limitándolo a su función de compra de *debentures* (J.B.K Jr. 1968, 786)³⁹.

En relación al programa SBIC, Dilger y González señalan que un SBIC podía postular al apalancamiento del SBA hasta por un total de 300% de los recursos levantados de inversionistas privados, los mismos que podrán ser entregados bajo las modalidades de *debentures* garantizados por el SBA o *participating securities* también garantizados por la misma institución (Dilger y Gonzales 2011, 7-8)⁴⁰. Específicamente sobre los *debentures*, los autores indican que, una vez emitidos, el SBA los agrupará y venderá certificados de participación sobre estos valores a inversionistas a través de ofertas públicas periódicas (Dilger y Gonzales 2011, 8). Estos certificados tendrán un plazo máximo de 15 años (el plazo promedio era de 10 años) (Dilger y Gonzales 2011, 8). A continuación, el SBIC estará obligado a realizar pagos de intereses semi- anuales a los inversionistas y el pago de parte del principal en la madurez (Dilger y Gonzales 2011, 8). Además, la tasa cupón del *debenture* se calculará en base a las condiciones del mercado y la tasa de interés de un *10-year treasury security*, al igual que, será posible realizar prepagos sin penalidades, siempre que el mismo sea integral y en una fecha de pago semi-anual (Dilger y Gonzales 2011, 8). Finalmente, debe señalarse que el programa *Debenture* opera bajo una base de subsidio cero, lo que significa que para cubrir gastos, el SBA requiere que el SBIC pague un 3% de *origination fee* por cada *debenture* emitido (1% al *commitment* y 2% al *draw*), una tasa anual por el apalancamiento

³⁹ Adicionalmente, (J.B.K Jr. 1968, 786-787) señala que otras modificaciones incorporadas a partir de 1967 involucraron el aporte del SBA por hasta el doble de los recursos levantados de privados, con un tope de USD 7.5M. Incluso, se incluyó otro nivel de apalancamiento equivalente a la razón 3:1 destinado a aquellos SBICs con capital social de al menos USD 1M y que contaran con inversiones del 65% del total del mismo en capital de riesgo

⁴⁰ A pesar de la referencia al *Participating Securities*, el mismo documento afirma que a partir del 1 de octubre de 2004 se dejaron de emitir licencias bajo esta modalidad (Dilger y Gonzales 2011, 10).

que será fijada al momento que se acuerde el mismo, y otras tasas administrativas y de *underwriting* que se ajustan anualmente (Dilger y Gonzales 2011, 9)⁴¹.

Por otro lado, haciendo alusión a un concepto más amplio de deuda, Murray y otros indican que el uso de préstamos del Estado para colocar recursos en un fondo híbrido de capital de riesgo sería una forma de mejorar los retornos de los inversionistas privados (Murray, y otros 2012, 4-5). De esta manera, el préstamo generaría un efecto de apalancamiento sobre los rendimientos de los LP's privados, siempre que la tasa interna de retorno sea mayor a la tasa de interés de la deuda (Murray, y otros 2012, 5). Jääskeläinen, Maula y Murray, haciendo referencia a esta misma situación, comentan que el apalancamiento se generaría por la tasa fija de la deuda con el Estado que es independiente de cualquier nivel de retorno, por lo que el retorno para el inversionista privado sería mayor que el retorno *pari passu*, siempre que los retornos del portafolio sean mayores al costo de la deuda (Jääskeläinen, Maula y Murray 2007, 17).

De la misma manera, Romaní, Atienza y Amorós, describiendo a los programas de fomento de CORFO en Chile, señalan que a 2009 existían 12 fondos de inversión privados, todos ellos financiados con préstamos de CORFO, cuyos montos variaban dependiendo del nivel de innovación y tamaño de la pequeña y mediana empresa objetivo (Romaní, Atienza y Amorós, Financing entrepreneurial activity in Chile: scale and scope of public support programs 2009, 60). Es así, como en el informe sobre los resultados acumulados de los fondos de capital de riesgo de CORFO al 31 de diciembre de 2015, se indica que esta institución ofrece recursos a fondos de inversión a través de la modalidad de línea de crédito de largo plazo con la finalidad que estos recursos sean invertidos en pequeñas o medianas empresas chilenas con alto potencial de crecimiento y que requieran de apoyo técnico y operacional de un socio estratégico (CORFO, Fondos de Capital de Riesgo 2015, 2). De esta manera, en la actualidad existen tres programas de fomento del capital de riesgo para emprendimientos dinámicos en Chile que operan bajo diferentes niveles de apalancamiento, incluyendo al Fondo de Desarrollo y Crecimiento (FC), Capital de Riesgo para Empresas

⁴¹ La información resumida sobre el programa SBIC a junio de 2016 se puede encontrar en: **Fuente especificada no válida.**

Innovadoras (FT) y los Fondos de Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) (CORFO, Fondos de Capital de Riesgo 2015, 17)⁴².

En atención a lo señalado, un fondo híbrido de capital de riesgo bajo la modalidad de deuda, involucrará la colocación de recursos por parte de un actor público dirigido a un fondo de capital de riesgo a través de un instrumento de deuda con la finalidad que este, a su vez, invierta en empresas en etapa temprana (semilla, *startup* o expansión) (Martin y Moore 1959, 145-147) (J.B.K Jr. 1968, 786-787) (Dilger y Gonzales 2011, 7-9) (Romaní, Atienza y Amorós, Financing entrepreneurial activity in Chile: scale and scope of public support programs 2009, 60). De esta manera, se generaría un apalancamiento de las ganancias de los inversionistas privados ya que la tasa de interés del instrumento de deuda será independiente del rendimiento del fondo (siempre que la tasa interna de retorno sea mayor a la tasa de interés de la deuda) (Murray, y otros 2012, 4-5) y (Jääskeläinen, Maula y Murray 2007, 17).

6.2.6 El rol de COFIDE

Para definir el rol de COFIDE se deberá considerar que, como se señaló anteriormente en la definición de fondos híbridos de capital de riesgo, la participación del actor estatal promotor del capital de riesgo será de manera subsidiaria (Lerner, The Government as Venture Capitalist: The Long-Run Impact of the SBIR Program 1996, 2-3) y enfocada en el fomento de los actores privados identificados en el problema de la simultaneidad, específicamente, en los intermediarios especializados (R. J. Gilson, Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience 2002, 38).

Existen dos razones principales por las cuales la actuación del Estado peruano deberá ser de carácter subsidiario. En primer lugar, el carácter subsidiario del Estado se justificará en las condiciones complejas del mercado a desarrollar. En este sentido, diversos autores han señalado que el Estado no estaría en la capacidad de asumir un rol de inversionista ante la falta de especialidad de sus funcionarios (Lerner, When Bureaucrats Meet Entrepreneurs: The Design of Effective "Public Venture Capital" Programs 2002, 9-13). De la misma manera, se señala que una participación directa del Estado podría generar disrupciones en el mercado a través de colocaciones indebidas de capital y la posibilidad de ahuyentar la oferta

⁴² Vale señalar, que el apalancamiento indicado corresponde a las modalidades regulares de cada programa. Los niveles de apalancamiento podrán variar bajo circunstancias particulares para cada programa. Adicionalmente, se incluye un programa de fondos de capital de riesgo para empresas mineras de exploración "Fondos de Exploración Minera" (Fénix).

privada (Murray, y otros 2012, 3). Por otro lado, se considera que los incentivos que generan las inversiones de capital de riesgo no estarán alineados a los intereses de un actor público; por lo cual, este último debería enfocarse en el desarrollo de los intermediarios especializados, cuya naturaleza será más compatible con los incentivos de este tipo de inversiones (R. Gilson 2002, 38).

En segundo lugar, el ámbito de ejecución de una actividad que promueva el capital de riesgo en el Perú deberá considerar al marco legal que define la actividad empresarial del Estado. De esta manera, la Constitución Política de Perú de 1993 establece en su artículo 60 que el Estado peruano podrá realizar actividad empresarial de manera subsidiaria, directa o indirecta, por razón de alto interés público o de manifiesta conveniencia nacional⁴³. Sobre el particular, la sentencia del Tribunal Constitucional peruano recaída en el Expediente 008-2003-AI/TC del 11 de noviembre de 2003, determinó en su fundamento 23 que⁴⁴:

“A diferencia de la Constitución de 1979, que no establecía claramente la subsidiariedad de la intervención de los poderes públicos en la economía, la actual Constitución prescribe expresamente en su artículo 60° que "[...]. Sólo autorizado por ley expresa, el Estado puede realizar subsidiariamente actividad empresarial, directa o indirecta, por razón de alto interés público o de manifiesta conveniencia nacional [...]". Se consagra así, el "principio de subsidiariedad" de la actuación del Estado en la economía, **y se plantea el reconocimiento de la existencia de una función supletoria del Estado ante las imperfecciones u omisiones de los agentes económicos, en aras del bien común.**

En ese orden de ideas, **las acciones del Estado deben estar vinculadas al fomento, estimulación, coordinación, complementación, integración o sustitución, en vía supletoria, complementaria o de reemplazo, de la libre iniciativa privada. La subsidiariedad se manifiesta como el acto accesorio o de perfeccionamiento en**

⁴³ **Artículo 60°.**.- El Estado reconoce el pluralismo económico. La economía nacional se sustenta en la coexistencia de diversas formas de propiedad y de empresa.

Sólo autorizado por ley expresa, el Estado puede realizar subsidiariamente actividad empresarial, directa o indirecta, por razón de alto interés público o de manifiesta conveniencia nacional.

La actividad empresarial, pública o no pública, recibe el mismo tratamiento legal.

⁴⁴ Disponible en: <http://www.tc.gob.pe/jurisprudencia/2003/00008-2003-AI.html>

materia económica, que se justifica por la inacción o defección de la iniciativa privada”[...] (Énfasis propio)

En atención a este fallo constitucional, el fomento o promoción del capital de riesgo se justificará siempre que se enmarque dentro del concepto de subsidiariedad antes señalado, especialmente ante la existencia de imperfecciones u omisiones que ameriten de una intervención supletoria del Estado.

Precisamente, esta imperfección u omisión habría sido identificada por la presente investigación en el acápite 4.1 “Descripción de la situación problemática”. De esta manera, se señaló que diferentes fuentes afirmaban que la oferta de capital de riesgo en América Latina sería aún limitada y fragmentada, por lo que existiría una brecha de acceso al capital para *startups* dinámicas y de alto impacto (Divakaran, McGinnis y Shariff 2014) (Hidalgo, Kamiya y Reyes 2014) (Crespi, Fernández-Arias y Stein 2014) (Dalberg 2012). Adicionalmente, se señaló que en el informe de LAVCA que evalúa la industria de capital de riesgo en América Latina entre los años 2011 y 2015, se señaló que en el Perú se habrían realizado inversiones por un total de US\$ 33M que representan el 1.6% del total de inversiones en la región (US\$ 2,074M), y que solo existirían 4 fondos de capital de riesgo, representantes del 0.6% del total de fondos en la región (667 fondos) (LAVCA 2016, 9).

De la misma manera, haciendo referencia a este mismo informe, la OCDE señaló que, a pesar de los recientes esfuerzos de instituciones como PRODUCE o COFIDE, la industria de capital de riesgo sería aún incipiente en el Perú en comparación con países como Colombia o Chile, que presentaron inversiones en el mismo periodo por US\$ 68M y US\$ 85M, respectivamente (OCDE, Promoviendo las startups en América Latina: Avances y desafíos 2016, 12). Finalmente, este mismo estudio concluye que uno de los desafíos que afronta el ecosistema de emprendimiento peruano sería la generación de una mayor cantidad de inversionistas privados que apuesten por las *startups* (OCDE, Promoviendo las startups en América Latina: Avances y desafíos 2016, 15).

Considerando la existencia de esta imperfección u omisión en el mercado local, será necesario identificar el marco normativo específico que regularía la actividad de promoción del capital de riesgo en el Perú. De esta manera, deberá considerarse, en primer lugar, al

artículo 36 del TUO de la Ley de Impulso al Desarrollo Productivo y al Crecimiento Empresarial, aprobado por Decreto Supremo N° 013-2013-PRODUCE (en adelante, 'Ley MYPE'), que reconoce el rol del Estado en la promoción del “desarrollo de fondos de inversión de capital de riesgo que adquieran una participación temporal en el capital de las MYPE innovadoras que inicien su actividad y de las existentes con menos de dos años de funcionamiento”.

En atención a este rol promotor, una institución que estaría habilitada para asumirlo sería COFIDE, considerando que, de acuerdo al artículo 31 de la Ley MYPE, esta institución “promueve y articula integralmente, a través de los intermediarios financieros, el financiamiento a las MYPE, diversificando, descentralizando e incrementando la cobertura de la oferta de servicios de los mercados financieros y de capitales”⁴⁵.

Respecto a COFIDE, debe precisarse que esta fue una empresa pública dentro del sector economía creada por el Decreto Ley 18807 del 19 de marzo de 1971. No obstante, en el año 1981, se promulgó el Decreto Legislativo 206 que creó la Corporación Nacional de Desarrollo (CONADE), encargándole la transformación de COFIDE en una empresa estatal de derecho privado. En este sentido se pronuncian los artículos 2 y 23 del Decreto Legislativo 206, en donde específicamente el 23° señala que "la empresa pública Corporación Financiera de Desarrollo -COFIDE- creada por Decreto Ley N° 18807, será transformada en una empresa estatal de derecho privado, bajo la forma de sociedad anónima [...]".

En la misma línea de ideas, el artículo 24 del título III del Decreto Legislativo 206, sobre las normas de transformación de COFIDE, modificado por el artículo 2 de la Ley 25382 del 29 de diciembre de 1991, señala que "COFIDE tiene como finalidad contribuir al desarrollo integral del país, mediante la captación de ahorro e intermediación financiera para asignarlo junto con sus propios recursos a la promoción de proyectos y al financiamiento de nuevas empresas o de empresas en funcionamiento en concordancia con las políticas y planes

⁴⁵ Artículo 31 del TUO de la Ley de Impulso al Desarrollo Productivo y al Crecimiento Empresarial, aprobado por Decreto Supremo N° 013-2013-PRODUCE: “**La Corporación Financiera de Desarrollo (COFIDE)**, el Banco de la Nación y el Banco Agropecuario - AGROBANCO (*) **promueven y articulan integralmente a través de los intermediarios financieros el financiamiento a las MYPE**, diversificando, descentralizando e incrementando la cobertura de la oferta de servicios de los mercados financieros y de capitales (énfasis propio) [...]”.

que establezca el Estado". De igual manera, en el tercer párrafo del mismo artículo, indica que COFIDE “podrá realizar todas aquellas operaciones permitidas por la Ley, así como las que se señale en sus Estatutos y que resulten convenientes y necesarias para sus fines”. De esta manera, a pesar de que no existe un mandato específico que indique que le corresponderá a COFIDE asumir el rol de promover el capital de riesgo, este rol podría interpretarse a partir del mandato general de COFIDE sobre la promoción y articulación del financiamiento a la MYPE a través de intermediarios financieros.

En atención a este marco normativo, se han identificado dos formas de actuación de COFIDE en la promoción del ecosistema de emprendimiento dinámico y de alto impacto que se enmarcan en el principio de subsidiariedad y las facultades reconocidas por la ley y sus estatutos. La primera, se basa en el rol de fiduciario que ha venido desempeñando esta institución para diferentes tipos de fideicomisos encargados por del Estado peruano. En este sentido, el artículo 241 de la ley 26702 “Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguro” (en adelante, ‘Ley General del Sistema Financiero’), define al fideicomiso como “una relación jurídica por la cual el fideicomitente transfiere bienes en fideicomiso a otra persona, denominada fiduciario, para la constitución de un patrimonio fideicometido, sujeto al dominio fiduciario de este último y afecto al cumplimiento de un fin específico en favor del fideicomitente o un tercero denominado fideicomisario. El patrimonio fideicometido es distinto al patrimonio del fiduciario, del fideicomitente, o del fideicomisario y en su caso, del destinatario de los bienes remanentes [...]”. De la anterior definición, se puede identificar puntualmente la existencia de tres partes en un fideicomiso: el fideicomitente, como propietario de los bienes dispuestos en dominio fiduciario; el fideicomisario, como beneficiario del patrimonio fideicometido; y, el fiduciario, como administrador del patrimonio fideicometido bajo los límites del acto constitutivo.

Específicamente relacionado al rol de fiduciario, el artículo 242 de la Ley General del Sistema Financiero, modificado por el Artículo Único de la ley 29654, indica que dentro de las instituciones habilitadas para asumir dicho rol se encuentra COFIDE. Esta habilitación está ratificada en el artículo 4 del Estatuto de dicha institución, en donde se indica que COFIDE “forma parte del Sistema Financiero Nacional y puede realizar todas aquellas

operaciones de intermediación financiera permitidas por su legislación y [su] estatuto y en general toda clase de operaciones afines”.

De la misma manera, el artículo 252 establece que el fiduciario ejercerá dominio fiduciario sobre el patrimonio fideicometido, incluyendo potestades sobre la administración, uso, disposición y reivindicación sobre los bienes que lo conforman, siempre que esté de acuerdo con la finalidad para la que fue constituido el fideicomiso y atendiendo a las limitaciones establecidas en el acto constitutivo. Además, el artículo 261 de la misma ley señala que este rol le otorgará el derecho de percibir una retribución por el servicio prestado o una comisión no mayor al 1% del valor de mercado de los bienes fideicometidos y resarcirse con recursos del fideicomiso de los gastos incurridos por la administración del patrimonio fideicometido y aquellos destinados al cumplimiento de su finalidad. Finalmente, el artículo 272 de esta misma ley, indica que cuando el número de operaciones, actos y contratos relacionados a los bienes del fideicomiso lo justifican o son necesarios para cumplir con su finalidad, la empresa fiduciaria podrá designar una comisión administradora del fideicomiso compuesta por 3-7 miembros, reglamentando sus funciones y facultades, y siempre dentro del marco del acto constitutivo del fideicomiso.

Adicional a lo anterior, otra característica que debe revisarse es la establecida en el artículo 248 de la Ley General del Sistema Financiero, en donde se establece que será válido el fideicomiso establecido a favor de personas indeterminadas que cumplan con ciertas condiciones o requisitos que deberán constar en el acto constitutivo, incluyendo las calidades exigibles para ser beneficiario o las reglas para otorgarlas. De esta manera, una potencial estructura promotora del capital de riesgo podría plantearse como una convocatoria abierta a determinados grupos de interés que, cumpliendo con las condiciones o requisitos establecidas en el acto constitutivo, podrán convertirse en fideicomisarios, sin que sea necesario identificar personalmente a los beneficiarios.

En atención a lo anterior, COFIDE podrá actuar como un fiduciario de los recursos de instituciones estatales o promotoras de desarrollo interesadas en promocionar el capital de riesgo para *startups* peruanas. Este punto será abordado a mayor profundidad más adelante.

Por otro lado, la segunda forma de actuación de COFIDE está relacionada a la capacidad de esta institución de invertir en fondos de inversión. Esta facultad se encuentra reconocida en el numeral 5) del artículo 11 del capítulo III, sobre operaciones y funciones de COFIDE en el Estatuto de esta misma institución, en donde se indica que:

Artículo 11º.- La sociedad está facultada para realizar las siguientes operaciones y funciones:

[...]

5. Comprar, conservar y vender bonos y otros valores mobiliarios emitidos por bancos del país y del exterior, por el Estado y entidades multilaterales de crédito y otras entidades emisoras, **así como participar en fondos mutuos de inversión en valores y fondos de inversión cualquiera sea el tipo o modalidad de acceso a los mismos. La participación en fondos de inversión deberá ser aprobada por el Directorio, el que designará a los representantes de COFIDE ante los mismos.** (Énfasis propio)

En atención a dicha disposición, COFIDE contará con facultades para actuar como un inversionista o aportante (*limited partner* para efectos de la presente investigación) dentro de un fondo de capital de riesgo. Atendiendo a dicha habilitación legal, es preciso hacer referencia a dos experiencias previas de COFIDE en fondos de inversión con tesis de capital privado y capital de riesgo. La primera de ellas se dio a través de una participación de US\$ 750,000 (representante del 10.35% del patrimonio del fondo) en el Fondo de Asistencia a la Pequeña Empresa (FAPE), fondo constituido en 1999 y cuyo administrador fue SEAF SAFI (COFIDE, Fondo de Inversión LATAM Perú 2007, 3).

Por otro lado, la segunda experiencia se dio con esta misma sociedad administradora en el Fondo de Inversión LATAM Perú, cuya Exposición de Motivos del 19 de diciembre de 2017, incluyó una propuesta de participación por el 10% del Fondo, por un monto máximo de US\$ 5M, condicionado a la participación de por lo menos dos (2) fondos privados de pensiones locales (COFIDE, Fondo de Inversión LATAM Perú 2007, 6). Es preciso señalar que, a pesar de las referencias al fondo como uno de capital de riesgo, se logró verificar que las empresas objetivo de ambos fondos correspondían a una tesis de inversión en empresas

maduras (medianas y grandes). No obstante, estas participaciones permiten identificar un antecedente concreto de la participación de COFIDE en capital privado, en donde parte de la justificación de dicha actuación se dio en razón del desarrollo del mercado de capitales (COFIDE, Fondo de Inversión LATAM Perú 2007, 11).

En atención a lo señalado, el rol de COFIDE en la industria de capital de riesgo estará condicionado al ámbito del principio de subsidiariedad de la actividad empresarial del Estado peruano, tanto por las condiciones propias de la industria como por el marco legal nacional, justificándose una intervención siempre que cumpla un rol de fomento, estimulación, coordinación, complementación, integración o sustitución, en vía supletoria, complementaria o de reemplazo de la iniciativa privada (artículo 60 de la Constitución Política del Perú y Sentencia del Tribunal Constitucional peruano recaída en el Expediente 008-2003-AI/TC del 11 de noviembre de 2003) (Lerner, When Bureaucrats Meet Entrepreneurs: The Design of Effective "Public Venture Capital" Programs 2002, 9-13) (Murray, y otros 2012, 3).

De la misma manera, el rol de fomento o promoción propuesto por la presente investigación buscará generar intermediarios especializados de capital de riesgo que logren atender la brecha de acceso a capital de *startups* dinámicas y de alto impacto (R. Gilson 2002, 38). Para ello, deberá evaluarse dos maneras por las cuales se podría promover la generación de intermediarios; por un lado, a través de la estructuración de un fideicomiso cuyas partes incluirán a instituciones promotoras (fideicomitentes), a inversionistas o empresas objetivo determinables (fideicomisarios) y a COFIDE, actuando como fiduciario.

Por otro lado, las inversiones previas de COFIDE en fondos de inversión con tesis semejantes a la presente, representan antecedentes importantes como otra alternativa por la cual se promocionaría la creación de intermediarios especializados; no obstante, debe precisarse que dentro de esta última alternativa la participación de COFIDE deberá contar con un mayor grado de especialización al actuar como partícipe del fondo.

6.3 Experiencias internacionales

6.3.1 El capital de riesgo (VC) en Estados Unidos

6.3.1.1 La participación del Estado en el desarrollo del VC

Como fue señalado anteriormente, la promoción pública del capital de riesgo en Estados Unidos tuvo como principal hito la promulgación del *Small Business Investment Act* en 1958 y la consecuente creación de vehículos especiales de capital de riesgo, denominados *Small Business Investment Company* (SBIC), con recursos privados y públicos, que buscaban atender la brecha de acceso a capital que afectaba el desarrollo de las SMEs estadounidenses (J.B.K Jr. 1968, 772) (Dahlstrom 2009, 53) (Murray, y otros 2012, 2) (SBA, US Small Business Administration 2016)⁴⁶. Para ello, originalmente se buscó atender esta brecha con la provisión de capital social y préstamos de largo plazo a través de los SBICs (Barnes 1959, 18) (Martin y Moore 1959, 145 y 149) (J.B.K Jr. 1968, 785). No obstante, a través de las modificaciones que se hicieron al programa en 1967, se revocó la autoridad del SBA como prestamista, limitándolo a su función de compra de *debentures* para el apalancamiento del capital social de los SBICs (J.B.K Jr. 1968, 786)⁴⁷.

Un aspecto importante en el programa SBIC han sido las tres modalidades por las que se han colocado los recursos del SBA, dentro de los cuales destacan los programas *Debenture*, *Participating Securities* y *Specialized SBIC* (Dahlstrom 2009, 53). En primer lugar, el programa *Debenture* fue la modalidad original propuesta en 1958, en donde los SBICs debían contar con un capital mínimo de US\$ 300,000, de los cuales US\$ 150,000 debían ser aportes de inversionistas privados, mientras los restantes US\$ 150,000 podían corresponder al apalancamiento dado por el SBA (J.B.K Jr. 1968, 782). De esta manera, el aporte del SBA se daba a través de la compra de *debentures* (deuda sin garantía) emitidos por el mismo SBIC, los mismos que, a pesar de ser técnicamente un instrumento de deuda,

⁴⁶ En (Gompers y Lerner, *The Venture Capital Revolution* 2001, 147), se señala que el programa SBIC se enmarcó en el contexto de la carrera armamentística del gobierno federal estadounidense, especialmente, posterior al lanzamiento del satélite Sputnik por parte de la Unión Soviética. Así mismo, afirman que el programa se encontraba pobremente diseñado, incluyendo regulaciones extensivas y la entrada de inversionistas inescrupulosos que invirtieron en empresas con bajos rendimientos o con finalidades fraudulentas.

⁴⁷ Adicionalmente, (J.B.K Jr. 1968, 786-787) señala que otras modificaciones incorporadas a partir de 1967 involucraron el aporte del SBA por hasta el doble de los recursos levantados de privados, con un tope de USD 7.5M. Incluso, se incluyó otro nivel de apalancamiento equivalente a la razón 3:1 destinado a aquellos SBICs con capital social de al menos USD 1M y que contaran con inversiones del 65% del total del mismo en capital de riesgo

se computaban para cumplir con el requerimiento de capital mínimo (Martin y Moore 1959, 147).

En primer lugar, J.B.K Jr., analizando el desarrollo de los primeros 10 años del programa *Debenture*, señaló que este debió considerar que su objetivo principal era la atracción y promoción de capitales privados, los mismos que, participarán en el programa en la medida que este sea lo más rentable posible (J.B.K Jr. 1968, 795-796). Para ello, el autor realizó una propuesta de cuatro medidas por las cuales el programa SBIC podría haber alcanzado una mayor rentabilidad (J.B.K Jr. 1968, 792): i) flexibilización o eliminación de las restricciones regulatorias de las actividades del SBIC⁴⁸; ii) afiliación de los SBICs con los bancos⁴⁹; iii) ventajas fiscales para los SBICs⁵⁰; y, iv) la formación de SBICs con mayor tamaño. Este último punto es resaltado por el autor como el factor de mayor importancia, considerando que entre más grande sea el SBIC, mayor será el desembolso que podrá realizar; a su vez, entre mayor sea este desembolso, menor será el ratio de *overhead costs to disbursement* (J.B.K Jr. 1968, 799). Esta situación generaría que, en condiciones iguales, un SBIC con mayor tamaño absorbiera menores gastos y generase un mayor beneficio (J.B.K Jr. 1968, 799). Además, un SBIC con mayor tamaño podría asumir mayores costos de personal calificado, realizaría mejores investigaciones sobre las empresas objetivo y tendría mejores niveles de liquidez para soportar hasta que las empresas objetivo generen dividendos o pueda realizarse una desinversión (J.B.K Jr. 1968, 798-803).

En el aspecto operativo, Dilger y Gonzales señalan que, en el actual programa *Debenture*, un SBIC podrá postular al apalancamiento del SBA hasta por un total de 300% de los recursos levantados de inversionistas privados, los mismos que podrán ser entregados bajo la modalidad de *debentures* garantizados por el SBA (Dilger y Gonzales 2011, 7-8). Específicamente sobre los *debentures*, los autores indican que, una vez emitidos, el SBA los

⁴⁸ Posición compartida por (Gompers y Lerner, *The Venture Capital Revolution* 2001, 147).

⁴⁹ Señala el autor que la afiliación con los bancos se podría dar de tres maneras: i) el banco, en un primer momento, podría colocar capital en el SBIC y, en un momento posterior, servir como una fuente de crédito; ii) La asistencia del banco en el financiamiento de las empresas objetivo podría ser más flexible que aquella que podría dar el SBIC por su propia cuenta; iii) Reducir los costos del SBIC relacionados a la investigación y advisory al poder ser desarrollados por el banco. En el mismo sentido, la participación de los bancos en los SBICs fue destacado por (Kenney 2000, 5-6) como una contribución importante del programa SBIC, considerando que, los bancos, dado de ciertas restricciones legales que solo permitían una inversión de hasta el 5% en el capital social de una empresa, pudieron invertir en porcentajes más altos de las empresas objetivo a través de los SBICs.

⁵⁰ El autor indica que las ventajas fiscales podría ser negativas o positivas; siendo que las negativas serán aquellas que den un trato favorable a las pérdidas, mientras las positivas, serían aquellas que permita que el SBIC pueda generar mayores ganancias (J.B.K Jr. 1968, 796-798). En las positivas, se señala una exoneración del 100% las ganancias de capital generadas por los dividendos de las empresas objetivo y el 10% de *bad debt* reserve para los SBICs (J.B.K Jr. 1968, 797). También señala (Kenney 2000, 6) que una de las principales contribuciones del Estado a la creación de la industria de capital de riesgo fue reducir el impuesto a las ganancias de capital.

agrupará y venderá certificados de participación sobre estos valores a inversionistas a través de ofertas públicas periódicas (Dilger y Gonzales 2011, 8). Estos certificados tendrán un plazo máximo de 15 años; no obstante, también indican que el plazo promedio sería de 10 años (Dilger y Gonzales 2011, 8). A continuación, el SBIC estará obligado a realizar pagos de intereses semi- anuales a los inversionistas y el pago de parte del principal en la madurez (Dilger y Gonzales 2011, 8). Además, señalan que la tasa cupón del *debenture* se calculará en base a las condiciones del mercado y la tasa de interés de un *10-year treasury security*, al igual que será posible realizar prepagos sin penalidades siempre que el mismo sea integral y en una fecha de pago semi-anual (Dilger y Gonzales 2011, 8). Finalmente, indican que el programa *Debenture* actualmente opera bajo una base de subsidio cero, lo que significa que para cubrir gastos, el SBA requiere que el SBIC pague un 3% de *origination fee* por cada *debenture* emitido (1% al *commitment* y 2% al *draw*), una tasa anual por el apalancamiento que será fijada al momento que se acuerde el mismo, y otras tasas administrativas y de *underwriting* que se ajustan anualmente (Dilger y Gonzales 2011, 9).

En segundo lugar, respecto al programa *Participating Securities*, debe tenerse en cuenta que este fue promovido en el año 1991 como una manera de corregir algunos aspectos de la modalidad *Debenture*, principalmente en lo relacionado al desfase entre el largo plazo de la inversión de los SBIC y el corto plazo en la exigencia del pago de intereses por el apalancamiento (Dahlstrom 2009, 54). Es así, como a diferencia del *Debenture*, en donde el SBIC pagaba intereses semi- anuales independientemente de los ingresos, en el *Participating Securities*, se pagaban intereses (denominados *prioritized payments*) diferidos y condicionados a la generación de ingresos del SBIC (Dahlstrom 2009, 55). Adicionalmente, se consideraron otros cambios como el incremento del capital mínimo, transferir la función de auditoría del SBA de la Oficina del Inspector General a la División de Inversión de esta misma institución y atraer a nuevos inversionistas, especialmente a los fondos de pensión, a través de simplificaciones en el pago de impuestos (Dahlstrom 2009, 54-55)⁵¹.

⁵¹ A pesar de las novedades del *Participating Securities*, en un estudio realizado por el SBA que comparaba sus resultados con aquellos del programa *Debenture* entre los años 1994 a 2004, se identificó una utilidad de USD 66.3M del segundo, comparados a la pérdida de USD 1.1M que generó el primero (Dahlstrom 2009, 57). Estos resultados generaron que el SBA cesara de emitir nuevas licencias de SBIC bajo la modalidad *Participating Securities* el 1 de octubre de 2004 (Dilger y Gonzales 2011, 10).

En el aspecto operativo, el *Participating Securities* se planteó de una manera similar al programa *Debenture*, en donde, en primer lugar, cada SBIC emitía un título valor denominado “*participating security*” a favor del SBA a cambio del capital apalancado (Dahlstrom 2009, 55). A continuación, el SBA creaba un *pool investment* en base a los *participating securities* de un grupo de SBICs, que, a su vez, eran vendidos en el mercado de valores a través de un *investment trust* (Dahlstrom 2009, 55). Es importante destacar que el principal e intereses eran garantizados por el SBA a través del *trust*, los mismos que, en la práctica, eran financiados por un *annual appropriation* por adelantado del SBA, el que iba siendo compensado a medida que se vendían los *participating securities* (Dahlstrom 2009, 55). Sobre esta última característica, debe precisarse que, bajo la administración de George W. Bush, se requirió que los programas financieros del SBA funcionen bajo una base de subsidio cero; es decir, los recursos entregados debían pagarse por sí solos, sin que sean subsidiados por *appropriations* (Dahlstrom 2009, 59).

A pesar de los cambios introducidos por el *Participating Securities*, este programa dejó de emitir licencias a partir de octubre de 2004 (Dilger y Gonzales 2011, 10). Dentro de las razones que justificaron este cese, Dahlstrom destaca al privilegio que tenían los inversionistas privados en el proceso de desinversión del SBIC en perjuicio del SBA (Dahlstrom 2009, 56-58). De acuerdo a este autor, la cadena de distribución de rendimientos en la desinversión seguía el siguiente orden: i) Pago de intereses al SBA (*prioritized payments*), si es que existían rendimientos positivos; ii) Distribuciones opcionales de impuesto, donde el SBA recibía una parte; iii) Distribución de los rendimientos restantes; y, iv) Distribución del remanente a prorrata del capital (Dahlstrom 2009, 58).

Precisamente, el perjuicio al SBA se habría dado en el nivel de los rendimientos restantes (punto iii) considerando que, si el SBA tenía una participación mayor al 50% del capital de un fondo, este participaba en los rendimientos en una proporción de 50:50 con los inversionistas privados (Dahlstrom 2009, 58). No obstante, si el SBA tenía una participación menor al 50%, el SBA solo recibía un porcentaje sobre el rendimiento equivalente aproximadamente al 10%, mientras los inversionistas privados se adjudicaban el restante (Dahlstrom 2009, 58). De esta manera, a pesar de que, al 30 de septiembre de 2004, (49)

SBICs bajo el programa de *Participating Securities* repartieron rendimientos, 75% de los ingresos netos del SBA vinieron de tan solo (8) SBICs (Dahlstrom 2009, 58)⁵².

Es así como, en base a un informe realizado por el SBA que comparaba el rendimiento de este programa con el *Debenture* entre los años 1994-2004, se identificó que el primero significó una exposición financiera de US\$ 11.25 billones y un flujo de caja negativo de US\$ 1.1 billones; mientras, el *Debenture*, involucró una exposición financiera de US\$ 2.84 billones y un flujo de caja positivo de US\$ 66.3 millones (Dahlstrom 2009, 57).

De esta manera, en la actualidad, el programa SBIC se mantiene emitiendo licencias bajo la modalidad de *Debenture* considerando un apalancamiento hasta por 2x y un límite superior de US\$ 150M dirigido a empresas con un patrimonio tangible neto menor a US\$ 19.5M y una utilidad promedio después de impuestos por los dos años previos a la evaluación de US\$ 6.5M (SBA, SBIC - Program Overview s.f.). Adicionalmente, a partir del año 2011, se inauguraron dos nuevos fondos dirigidos a sectores específicos; en primer lugar, el *Impact Investment Fund* cuyo objetivo son los emprendimientos con impacto social; y, en segundo lugar, el *Early Stage Initiative* dirigido a empresas en etapa temprana (SBA, SBIC - Program Overview s.f.). Precisamente, en el fondo *Early Stage Initiative*, los SBICs se comprometerán a invertir el 50% del capital otorgado en empresas *early stage*, definiéndolas como aquellas que tendrán un flujo de caja negativo a la fecha de la inversión⁵³; mientras que el restante 50% del fondo administrado deberá invertirse en empresas pequeñas (SBA, SBIC - Program Overview s.f.). Además, este fondo considerará un apalancamiento de 1x y un límite superior de US\$ 50M (SBA, SBIC - Program Overview s.f.).

⁵² Adicional a lo anterior, el autor reconoce que también influyeron ciertas condiciones del mercado, por ejemplo, que la mayor cantidad de licencias y apalancamiento se dieron en crecimientos del mercado, por lo tanto, habrían limitado la capacidad de reacción antes ciclos de crecimiento negativos (Dahlstrom 2009, 60). De igual manera, existieron complicaciones operativas, como la capacidad del SBA de evaluar a los fondos y a sus administradores, al igual que hacer estas evaluaciones en base a criterios de carácter y no de rendimiento (Dahlstrom 2009, 61). Finalmente, el autor concluye en una serie de recomendaciones que podrían incentivar a que el programa *Participating Securities* retorne (Dahlstrom 2009, 62). Dentro de las recomendaciones, destaca la eliminación del requisito de la generación de rendimientos para el pago al SBA. No obstante, se incluiría un periodo de diferimiento del pago del interés por (5) años a fin que el SBIC cuente con la liquidez suficiente. Otra de las recomendaciones propuestas es la simplificación en la cadena de pagos en la desinversión, generando distribuciones a favor del SBA a prorrata y en la misma oportunidad que los inversionistas privados.

⁵³ Además, dentro del procedimiento de aplicación para el *Early Stage SBIC*, el fondo estará obligado a cumplir con cuatro criterios de underwriting: "Management Assessment", "Performance Analysis", "Strategy Evaluation" y "Fund Structure & Economics" (SBA, SBIC - Program Overview s.f.). Una vez cumplidos estos criterios y previa aprobación de la SBA, el fondo deberá levantar un mínimo de USD 20M denominado Minimum Regulatory Capital (Register 2016).

6.3.1.2 Las características de los fondos VC

A continuación, se hará un listado con las principales características de las inversiones de capital de riesgo de acuerdo a la revisión de literatura realizada. Estas características serán asumidas preliminarmente como factores críticos de éxito dentro de la experiencia estadounidense.

6.3.1.2.1 Las partes (Limited Partnership Agreement)

En primer lugar, Gilson señala que las inversiones de capital de riesgo en Estados Unidos se han realizado a través de intermediarios -*venture capital limited partnerships*- conocidos como fondos de capital de riesgo (R. Gilson 2002, 6). Dentro de este *partnership*, existirán, por un lado, inversionistas pasivos de responsabilidad limitada (*limited partners o LPs*) que incluirán fondos de pensión, bancos, compañías de seguro, *endowments*, fundaciones, entre otros (R. Gilson 2002, 6)⁵⁴. Por otro lado, existirá un gestor profesional (*general partner o GP*) que usualmente será una empresa de inversionistas profesionales y aportará solo el 1% del capital del fondo; sin embargo, tendrá el control sobre las decisiones de inversión y el monitoreo, dado su conocimiento especializado (R. Gilson 2002, 6-7). Dentro de los elementos de control, destaca el autor la facultad del fondo de nombrar a la mayoría de miembros del directorio de la empresa objetivo a pesar de que su participación accionaria será menor a la mayoría del poder de voto de la empresa (R. Gilson 2002, 10)⁵⁵. Así mismo, el autor indica que los términos de gobernanza del fondo particulares estarán incluidos en el *limited partnership agreement* (LPA) que regula la relación entre las partes (*LPs* y *GP*), los mismos que deberán considerar mecanismos para mitigar el problema de agencia generado por la delegación de las principales decisiones del fondo al *General Partner* (R. Gilson 2002, 7 y 30) (Sahlman, *The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations* 1990, 489)⁵⁶.

⁵⁴ De acuerdo a (Gompers y Lerner, *The Venture Capital Revolution* 2001, 147) indican que recién en el año 1958 se creó el primer *venture capital limited partnership* por Draper, Gaither & Anderson. Complementariamente en (Gilson y Black, *Does Venture Capital Require an Active Stock Market?* 1999, 5) se indica que el principal inversionista en los fondos de capital de riesgo son los fondos de pensiones.

⁵⁵ En (Sahlman, *The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations* 1990, 506) se indica que los *venture capitalist* no recibían dietas en efectivo por su participación en el directorio; de hacerlo, se pagaba al *partnership*.

⁵⁶ En (Murray, y otros 2012, 5), se señala que la industria de capital de riesgo se ha estructurado en base a *limited liability partnership*, en donde los inversionistas se convertirán en *limited partners* mientras los administradores de capital de riesgo serán *general partners*; ambos parte del fondo de capital de riesgo. También señalan que, el *general partner* tomará el control sobre los fondos comprometidos y sobre el proceso de inversión, agregando que, existirá una restricción legal sobre los *limited partners* que condicionará las ventajas fiscales que gozan por las operaciones de capital de riesgo a su inacción operativa en el fondo (Murray, y otros 2012, 5).

De igual manera, Gompers y Lerner señalan que las inversiones institucionales de capital de riesgo en Estados Unidos se han organizado en su mayoría a través de *limited partnerships* (Gompers y Lerner, *Venture Capital Distributions: Short-Run and Long-Run Reactions* 1998, 2164)⁵⁷. Dentro de este *partnership*, se tendrá, por un lado, al *venture capitalist* como un *general partner* y, por otro lado, a los inversionistas como *limited partners* (Gompers y Lerner, *Venture Capital Distributions: Short-Run and Long-Run Reactions* 1998, 2164). Además, señalan que estos *partnerships* tendrán un plazo fijo de aproximadamente 10 años, sin embargo, el *venture capitalist* usualmente estructurará un nuevo fondo cada ciertos años (*follow-on funds*) (Gompers y Lerner, *Venture Capital Distributions: Short-Run and Long-Run Reactions* 1998, 2164).

En esta misma línea de ideas, Sahlman señala que la estructura por la cual se realizaban las inversiones de capital de riesgo era el *limited partnership*, en donde se incluían, por un lado, al *venture capitalist* que actuaba como un *general partner* y, por otro lado, los inversionistas que actuaban como *limited partners* (Sahlman, *The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations* 1990, 473). En este sentido, señala que generalmente el *general partner* proveía el 1% del capital del fondo a través de notas promisorias en lugar de contribuciones en efectivo y, generalmente, serían empresas responsables de la administración de diferentes fondos, cada uno representado por un *limited partnership* diferente (Sahlman, *The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations* 1990, 488 y 490). Otro punto destacado por el autor es la participación activa del *venture capitalist* dentro de la empresa objetivo, la cual se materializaría a través de la selección de miembros del Directorio, el reclutamiento y compensación de personal clave, el trabajo con proveedores y clientes, el establecimiento de tácticas y estrategia, el rol clave en la futuras rondas de inversión y la estructuración de operaciones como fusiones y adquisiciones (Sahlman, *The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations* 1990, 508). Así mismo, destaca el autor que, a pesar de las restricciones de los LPs en participar activamente del fondo, estos preservarán ciertas facultades relacionadas a generar cambios en el *Limited Partnership*

⁵⁷ Posición compartida por (Sahlman, *The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations* 1990, 487). De igual manera, el Banco Mundial indica que, en la actualidad, las inversiones de fondos de capital de riesgo se darán mayoritariamente a través del esquema del *limited partnership*, incluyendo a un *general partner* y una serie de *limited partners* dentro de los cuales destacan los fondos de pensiones, compañías de seguros, fundaciones, *endowments*, *high.net-worth* individuals, fondos soberanos o instituciones financieras de desarrollo (Divakaran, McGinnis y Shariff 2014, 4).

Agreement, la disolución del *partnership* anterior al plazo de vencimiento, la extensión de la vida del fondo, la remoción *del General Partner* y la valuación del portafolio (Sahlman, *The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations* 1990, 490).

Finalmente, señala Sahlman que, tanto la relación contractual entre el *general partner* y los *limited partners*, como la relación del fondo constituido por estas partes y las empresas objeto de inversión, cuentan con las siguientes tres características (Sahlman, *The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations* 1990, 474): i) el capital se condiciona a etapas y se preserva la opción de abandonar; ii) se utilizan sistemas de compensación directamente relacionados a la generación de valor; y, iii) se preservan maneras para forzar a la administración a distribuir rendimientos.

6.3.1.2.2 Instrumento de inversión

Respecto al instrumento de inversión, Sahlman indica que la mayoría de las inversiones de fondos de capital de riesgo se daban a cambio de acciones preferentes convertibles con dividendos (Sahlman, *The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations* 1990, 504)⁵⁸. Señala el autor que el uso de esta forma de inversión, permitía que los *venture capitalists* generen ingresos en casos de inversiones solo marginalmente exitosas, dado que, generaría un incentivo para los emprendedores para comprar estas acciones preferentes por el alto costo tributario asociado a la distribución de dividendos (Sahlman, *The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations* 1990, 509). De igual manera, indica que también existirían ciertas facultades del *venture capitalist* en exigir la recompra de las acciones preferentes a fin de alcanzar la liquidez deseada, lo cual sería una alternativa ante una empresa financieramente exitosa pero muy pequeña para salir al mercado de valores (Sahlman, *The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations* 1990, 509).

Además, agrega que los términos específicos relacionados a este instrumento incluían: i) precio de conversión, que podía variar dependiendo del rendimiento de la empresa objetivo; ii) preferencia en la liquidación, incluyendo una descripción sobre los eventos que gatillaban la liquidación; y, iii) ratio de dividendos, términos de pago y derechos de voto

⁵⁸ Refiriéndose a la evaluación de proyectos, Sahlman señala que el punto más importante del proceso era la determinación de la tasa de descuento, la cual, reflejaba la tasa libre de riesgo de la economía, el riesgo sistemático del activo en particular y una prima de riesgo del mercado, la liquidez del activo, y el valor agregado por el proveedor de capital (Sahlman, *The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations* 1990, 504).

(Sahlman, The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations 1990, 504). Profundizando sobre algunos de estos elementos, el autor señala que el ratio de conversión podría ser negociado en base al rendimiento de la empresa, en donde, ante un mejor desempeño de la misma, el ratio sería más alto a fin de mitigar el efecto dilatorio sobre los accionistas (Sahlman, The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations 1990, 510). También señala que se podía negociar un ‘*ratchet*’, en donde se aseguraría al *venture capitalist* que el precio pagado por la acción sería el precio mínimo de venta en el futuro (Sahlman, The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations 1990, 510).

Complementario a lo anterior, Coyle y Green realizaron un estudio sobre los mecanismos utilizados para invertir en *startups*, así como una explicación sobre la innovación contractual generada por los cambios tecnológicos y las necesidades de emprendedores e inversionistas durante el último tiempo (Coyle y Green 2014). En primer lugar, los autores proponen una diferenciación entre los contratos de capital de riesgo que se utilizaron previamente a la etapa de “*cloud computing*” de aquellas que se dieron con posterioridad a este fenómeno tecnológico (Coyle y Green 2014, 146). De esta manera, para la etapa previa, indican que, por lo general, la primera fuente de capital para los emprendedores, era el capital de amigos, familia o inversionistas ángeles que realizaban una inversión a cambio de acciones comunes (*common stock*) (Coyle y Green 2014, 146-147). Señalan que, si bien las acciones comunes implican un mecanismo simplificado, existían ciertas desventajas para el inversionista, principalmente, por asumir el mismo riesgo que los socios fundadores; en donde, se encontraban en el último orden de prelación ante supuestos de incumplimiento (Coyle y Green 2014, 147). No obstante, los autores señalan que el uso de este instrumento pudo haberse basado en falta de sofisticación de los inversionistas, costos legales menores en el uso de acciones comunes, montos reducidos que no significaban una proporción importante en los portafolios de los inversionistas y la existencia de mecanismos no formales de control de la inversión (Coyle y Green 2014, 148).

A continuación, estos mismos autores señalan que, luego de agotar los recursos de familia, amigos e inversionistas ángeles, los emprendedores recurrirían a fondos institucionales de capital de riesgo (*institutional venture capitalist*), los mismos que participaban en rondas “*Series A*”, aportando tanto recursos financieros como no financieros

(Coyle y Green 2014, 149). Precisamente, la denominación “*Series A*” se debe a que los fondos de capital de riesgo invertían a través de instrumentos denominados “*Series A Convertible Preferred Stock*”, los mismos que incluían cláusulas especiales a favor de los inversionistas de riesgo, como derechos de preferencia en el pago de dividendos y de liquidación, debido a la participación minoritaria y sin control que obtenían a cambio de la inversión (Coyle y Green 2014, 150). Adicionalmente, estos inversionistas obtendrían derechos de suscripción preferente ante nuevas rondas de inversión a fin de mantener su porcentaje de participación y tendrían un puesto en el Directorio de la compañía; al igual que era necesario su consentimiento para cuestiones adicionales como la emisión de nuevas acciones, la asunción de deudas, cambios de control, liquidación de la compañía, pago de dividendos o recompra de acciones (Coyle y Green 2014, 150-151).

Por otro lado, estos mismos autores hacen referencia al uso de deuda como un instrumento de inversión, principalmente a través de dos modalidades de deuda convertible: i) *bridge notes* y ii) *seed notes* (Coyle y Green 2014, 152). En relación a los primeros, señalan que los *bridge notes* eran utilizados en el contexto de *startups* para dos propósitos; por un lado, en los casos que la compañía requiera de capital de corto plazo para el cumplimiento de un importante *milestone* y, consecuentemente, pueda acceder a una nueva ronda de inversión, y, por otro lado, cuando la compañía requiera de liquidez para continuar con sus operaciones mientras buscaba un comprador (Coyle y Green 2014, 152).

En este sentido, los autores destacan que la preferencia de estos instrumentos sobre las acciones comunes, se debió a que generaban una protección adicional al inversionista por la preferencia que tenían en casos de incumplimiento o liquidación (*downside protection*); incluso, señalan que, en la práctica, estos instrumentos podían considerarse como “*deferred equity investment*” debido a que, a pesar de considerar elementos de la deuda como el pago del principal más intereses, el verdadero objetivo del inversionista era ejecutar la conversión y adjudicarse acciones comunes o preferentes en rondas de inversión a una mayor valuación de la compañía (Coyle y Green 2014, 153-154). Es así, como los autores especifican que, debido a que la inclusión de una tasa de interés que contemplara una futura conversión podría haberse considerado usurera, los inversionistas recibían *warrants* que les garantizaban un precio de venta que oscilaba entre 20% y más de 50% sobre el valor del principal de la nota

y, en el caso de venta o cambio en el control de la compañía, tendrían una provisión especial que les aseguraba entre dos a tres veces el valor del principal más intereses (Coyle y Green 2014, 153).

Por otro lado, estos mismos autores, señalan que, como consecuencia de los cambios tecnológicos y especialmente por la reducción en costos de lanzamiento generado por los servicios *cloud*, los emprendedores pudieron levantar rondas de capital semilla de mayor tamaño previo a la entrada de fondos de capital de riesgo institucionales (Coyle y Green 2014, 159). Este incremento generó que los inversionistas ángeles, quienes previo a los cambios tecnológicos preferían acciones comunes, optaran por buscar mecanismos con las características de las *Series A Convertible Preferred Stock*; consecuentemente, teniendo mayor protección ante el incremento del monto de inversión, pero asumiendo gastos legales demasiado elevados (Coyle y Green 2014, 159).

Atendiendo a dicha necesidad, los autores señalan que se popularizó el uso de los denominados *seed notes*⁵⁹(Coyle y Green 2014, 161). De esta manera, los *seed notes* introdujeron ciertas modificaciones a sus antecesores; por ejemplo, se reemplazó el *warrant* por un descuento en el valor de la siguiente ronda de inversión, lo cual, también permitió evitar ciertos tributos asociados al *warrant* (Coyle y Green 2014, 161). De esta manera, señalan que las principales ventajas de las *seed notes* eran su preferencia ante las acciones comunes y preferentes, y la posibilidad de convertir las notas, generalmente, en acciones *Series A* descontadas, con los mismos derechos, preferencias y privilegios que les correspondían a los fondos de capital de riesgo; de esta manera, mitigando el riesgo de una inversión en etapa semilla y permitiendo que los inversionistas se beneficien en casos de nuevas ronda de inversión (Coyle y Green 2014, 162). Adicionalmente, se generaron beneficios para el emprendedor, principalmente relacionados a la reducción del costo legal en la emisión de *seed notes* comparados al de *Series A Convertible Preferred Stock*⁶⁰; y, por otro lado, permitía relegar la discusión sobre la valuación de la compañía para un momento

⁵⁹ En adelante, los autores hacen referencia a este instrumento como '*seed notes*' debido a que estaban orientados a la inversión en capital semilla. (Coyle y Green 2014, 161)

⁶⁰ Según los autores, para una ronda igual o menor a US\$ 100,000, los costos de emitir *seed notes* oscilaban entre US\$ 5-15K; mientras que, los de *Series A Convertible Preferred Stock* lo hacían entre US\$ 20-35K.

futuro en que el emprendedor tuviera mayor poder de negociación⁶¹ (Coyle y Green 2014, 162).

No obstante, los autores identificaron una serie de desventajas en el uso de las *seed notes*, dentro de las cuales se incluyeron la obligación de la compañía de pagar el principal más intereses de la nota necesariamente dentro de un plazo establecido y la ausencia de un deber fiduciario a favor del inversionista (Coyle y Green 2014, 164). Adicional a lo anterior, los autores destacaron que la principal limitación se daba en las situaciones en que una alta valuación de la compañía en una nueva ronda de inversión sobrepasaba el valor del descuento de la *seed note*, generando un perjuicio en el inversionista que, de haber sido titular de las acciones de la compañía, se habría beneficiado por el mayor valor de las acciones, con la posibilidad de mantener su participación accionaria (Coyle y Green 2014, 164)⁶². A fin de evitar esta situación, las *seed notes* empezaron a incluir una cláusula denominada “*conversion price cap*”, en donde, se fijaba un techo para la valuación que gatillaría la conversión de las *seed notes* en *Series A Convertible Preferred Stock*; por ejemplo, si se planteaba como techo una valuación *pre-money* de la compañía por US\$ 10M, los inversionistas podían ejercer la conversión de las *seed notes* al descuento previamente definido ante valuaciones de la compañía igual o menores a US\$ 10M; mientras que, antes valuaciones mayores a US\$ 10M, los inversionistas podían convertir las *seed notes* al mismo descuento pero a una valuación de la compañía de US\$ 10M, beneficiándose así por un mayor descuento respecto al valor real de las acciones de la compañía (Coyle y Green 2014, 165).

En adición a lo anterior, los autores señalan que, a medida que su práctica se hizo más popular, las *seed notes* fueron entendidas como “*differed equity investments*”, por lo que sus características de instrumento de deuda tendieron a ser problemáticos para inversionistas y emprendedores por la necesidad de pagar el principal más intereses asociados dentro de un plazo determinado (Coyle y Green 2014, 165-166). Por tal razón, los autores señalan que se generaron propuestas como el “*convertible security*” y el “*simple agreement for future*

⁶¹ En una entrevista del 15 de abril de 2016 con Pedro Neira, CEO y fundador de MiMediaManzana, este señaló que la deuda convertible era un instrumento que se recomendaba para aquellos casos en que exista incertidumbre sobre la valorización de la empresa.

⁶² Los autores plantean el siguiente escenario, alternativamente, invirtiendo a través de *seed notes* o *equity*. Señalan una primera valuación de la compañía en US\$ 5M que en la siguiente ronda estaría valuada en US\$ 25K. De esta manera, con *seed notes*, el inversionista se beneficiaría por el descuento en que podría adquirir las *Series A Preferred Stock Options* de la siguiente ronda (por ejemplo, 20% de descuento); mientras en el caso de la inversión en *equity*, las acciones inicialmente adquiridas a una valuación de US\$ 5M, tendrían un rendimiento de 5x en la siguiente ronda. Evidentemente, el rendimiento del segundo escenario es ampliamente mayor (Coyle y Green 2014, 164).

equity” (SAFE), que incluyeron las cláusulas referidas al descuento y al techo en la conversión, eliminando los términos estrictamente relacionados con un instrumento de deuda (Coyle y Green 2014, 166). Respecto al *convertible security*, se hace referencia que este instrumento careció de los elementos de deuda señalados anteriormente; no obstante, se señala que dichos elementos generaban un mayor poder de negociación para los emprendedores, por lo que no tuvo gran acogida dentro de los inversionistas (Coyle y Green 2014, 167). Por otro lado, respecto al SAFE, este fue desarrollado por Carolyn Levy, abogada y socia de Y Combinator, una de las principales aceleradoras de negocios mundiales, en donde, después de desarrollar una investigación para proponer un nuevo instrumento, se llegó a la conclusión de eliminar los elementos de deuda del *seed note*; es decir, una propuesta similar a la del *convertible security*, pero que involucró a una mayor cantidad de personas en su validación y que contó con el respaldo de una institución con credibilidad en el nicho que buscaba atender (Coyle y Green 2014, 169).

Por otro lado, los autores señalan que, como alternativa a las *seed notes* y como consecuencia de la disminución de costos por los cambios tecnológicos, las firmas de abogados en Estados Unidos empezaron a crear versiones simplificadas del *Series A Convertible Preferred Stock* a fin de reducir costos de transacción, reduciendo el proceso de *due diligence* y las negociaciones sobre documentación para inversiones de capital semilla (Coyle y Green 2014, 171). De esta manera, los autores señalan que en las versiones simplificadas se descartaron determinadas cláusulas como preferencias en dividendos, *registration rights*⁶³ y *co-sale rights*⁶⁴, al igual que aquellas referidas a medidas anti dilución y reducidas representaciones y garantías o medidas protectoras (Coyle y Green 2014, 172). No obstante, se mantuvieron ciertas cláusulas protectoras de los inversionistas, principalmente referidas a un puesto en el Directorio de la compañía, el derecho de suscripción preferente en futuras rondas de inversión, derechos de preferencia en liquidaciones, derechos de bloquear la venta de la compañía sin su consentimiento y cláusulas de “*most favored nation*” (Coyle y Green 2014, 172). Como ejemplo de estas versiones simplificadas, los autores hacen referencia al *Series AA* y *Series Seed*, en donde el primero,

⁶³ Hace referencia al derecho de ciertos accionistas de exigir que sus acciones sean listadas por oferta pública.

⁶⁴ Hace referencia a los derechos de ciertos inversionistas para evitar que la compañía venda acciones a terceros sin haberlas ofrecido a los socios actuales o de participar en la venta de las mismas.

fue desarrollado en asociación con Techstars, otra importante aceleradora estadounidense; mientras el segundo, estuvo a cargo de un abogado especializado de Silicon Valley (Coyle y Green 2014, 174).

Finalmente, los autores señalan que la preferencia por *seed notes* o *seed equity*, variaba por una serie de factores; por ejemplo, la preferencia personal de los inversionistas por determinar con mayor o menor certidumbre la valuación de la compañía (Coyle y Green 2014, 172-173). De igual manera, indican que otro factor era el tamaño de la ronda de inversión, en donde aquellas que eran igual o menores a US\$ 500,000 preferirían el uso de *seed notes*; mientras que, las mayores a US\$ 1,000,000 privilegiarían mayor certidumbre en la valuación por lo que preferirían al *seed equity* (Coyle y Green 2014, 173).

6.3.1.2.3 Inversión escalonada

La inversión escalonada es uno de los factores más relevantes en las relaciones entre las partes indicadas por Sahlman, en donde se indica que, los LPs, por lo general, deberán invertir entre el 25% y 35% del total de su aporte en el cierre del levantamiento (*outset*), relegándose a fechas futuras el restante del aporte (Sahlman, *The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations* 1990, 491)⁶⁵. Señala el autor que el *venture capitalist* tenía un importante nivel de control sobre los desembolsos futuros de los LPs, principalmente, por las altas penalidades ante incumplimientos, la potestad de reducir su porcentaje de participación y la posibilidad de retirar los aportes ya invertidos (Sahlman, *The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations* 1990, 491). No obstante, el autor también indica que la inversión escalonada también era un mecanismo de control de los LPs hacia el GP, ya que, los inversionistas preservarán el derecho de no incurrir en desembolsos adicionales en caso el GP, quien tendrá control sobre las decisiones del fondo, actúe a favor suyo y en perjuicio de los intereses de los inversionistas; por ejemplo, a través de la asunción de riesgos innecesarios (Sahlman, *The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations* 1990, 494, 496 y 501).

Adicionalmente, Sahlman identificó que, ciertos beneficios del *venture capitalist*, asociados a la curva de aprendizaje y a las economías de escala y alcance generadas por los

⁶⁵ De acuerdo a (Sahlman, *The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations* 1990, 488), las inversiones en el fondo se dan en los primeros tres a cinco años y que, posterior a este plazo, la gran mayoría de las inversiones del fondo se darán en las empresas en donde ya se ha invertido.

*follow-on-funds*⁶⁶, están controlados indirectamente por la capacidad de los LPs de negarse al desembolso del capital comprometido (Sahlman, The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations 1990, 501). Además, el autor señaló que los LPs condicionaban los desembolsos futuros al mismo tiempo que preservan mecanismos para forzar la distribución de rendimientos del fondo de capital de riesgo (Sahlman, The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations 1990, 502).

Esta misma característica es señalada por Gompers quien señala que existirían tres mecanismos de control para las inversiones de capital de riesgo: i) el uso de *convertible securities*; ii) la inversión sindicalizada; y, iii) la inversión escalonada (P. Gompers, Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital 1995, 1461). Vale señalar que la posición de este autor evalúa la relación contractual entre el fondo de capital de riesgo y la empresa objetivo; no obstante, vale recordar que para Sahlman la inversión escalonada era una característica que también era parte de la relación contractual entre el *GP* y los *LPs* (Sahlman, The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations 1990, 473).

En línea con lo señalado por Gompers, Gilson señala que la inversión escalonada será una de las maneras por las cuales el fondo podría mitigar la incertidumbre asociada a la inversión en empresas tecnológicas y de *early-stage* (R. Gilson 2002, 16). De esta manera, el autor señala que los desembolsos futuros estarán condicionados al cumplimiento de determinados *milestones* indicados en el plan de negocio presentado por la empresa generando, en consecuencia, un incentivo de rendimiento en la empresa objetivo y mitigando el problema de agencia (R. Gilson 2002, 9 y 17). Vale precisar que, si bien podría existir un derecho de preferencia del fondo de participar en las siguientes rondas de inversión, no existirá una obligación del mismo a invertir; por el contrario, los términos de las nuevas rondas serán negociadas por las partes una vez cumplidos los *milestones* y agotada la inversión previa (R. Gilson 2002, 9). Además, el autor reconoce que la inversión escalonada será un mecanismo de control informal que, adicional a los mecanismos formales como el cumplimiento de *milestones*, servirá para que el fondo decida la continuidad y forma en la que se darían las futuras inversiones (R. Gilson 2002, 10-11).

⁶⁶ En (Sahlman, The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations 1990, 501), se señala que las dos ventajas principales de un *follow-on-fund* son: i) Perdura el aprendizaje del equipo de trabajo y ii) Economías de escala y de alcance.

6.3.1.2.4 Plazo fijo de la inversión

Respecto al plazo de una inversión de capital de riesgo, Gilson señala que el plazo aproximado de un *limited partnership* será de 10 años, periodo en el cual, el GP tendrá un alto incentivo para convertir en líquida la inversión realizada en la empresa objetivo (R. Gilson 2002, 11). Uno de los incentivos estaría relacionado al levantamiento de un *follow-on-fund*, en donde, el desempeño de los fondos anteriores será un factor determinante para levantar nuevos fondos (R. Gilson 2002, 11). Adicionalmente, este mismo autor indica que el plazo fijo será crucial si se consideran los aportes no financieros del mismo (R. Gilson 2002, 12). En este caso, el aporte no financiero del fondo en temas como la asistencia administrativa, el monitoreo y la reputación frente a terceros, irá en declive en la medida que la empresa objetivo gane experiencia y desarrolle su propia reputación (R. Gilson 2002, 12). Además, el autor indica que el plazo fijo obligará a que el rendimiento del fondo sea evaluado eventualmente por el mercado, especialmente en los casos donde el comportamiento oportunista del GP actúe en perjuicio de los LPs y las empresas objetivo al asumir inversiones con un nivel de riesgo más elevado que su rendimiento esperado (R. Gilson 2002, 32).

De la misma manera, Sahlman indica que el plazo fijo será una de las formas como el mercado podrá calificar al *venture capitalist*, en el sentido que se considerará un buen *venture capitalist* a aquel capaz de aceptar una vida finita para cada *partnership* (Sahlman, The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations 1990, 502).

Esta posición es compartida por Gilson y Black, quienes señalan que el *limited partnership agreement* tendrá un plazo entre 7 y 10 años (Gilson y Black, Does Venture Capital Require an Active Stock Market? 1999, 11). Así mismo, indican que, por un lado, el GP estará obligado a distribuir los rendimientos de la inversión a los LPs durante el plazo del *partnership* y, adicionalmente, cuando se realice la liquidación del fondo (Gilson y Black, Does Venture Capital Require an Active Stock Market? 1999, 11). Para los autores, el plazo fijo constituye un elemento de gran importancia en el contrato explícito entre las partes, considerando que existirán incentivos para que el GP liquide la inversión previamente a este plazo y proceda a estructurar un subsiguiente fondo (Gilson y Black, Does Venture Capital Require an Active Stock Market? 1999, 12).

6.3.1.2.5 Compensación

Respecto a los esquemas de compensación de un fondo de capital de riesgo, Sahlman indica que en la mayoría de estos se identificó que los GPs recibían una comisión fija de 2.5% calculada sobre el capital del fondo (que se incrementa anualmente por el índice de precios al consumidor) y una comisión variable de 20% sobre las ganancias del mismo (Sahlman, *The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations* 1990, 491). Adicionalmente, el autor señala que la comisión variable (*carried interest*) se pagaba al GP después que los LPs hubiesen recibido el equivalente a su contribución de capital (Sahlman, *The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations* 1990, 492). De esta manera, el autor considera que el sistema de compensación cumple un rol crítico en el alineamiento de los intereses entre el GP y los LPs, considerando que el beneficio principal de los primeros será realizar actividades que incrementen el valor del *carried interest*, lo que beneficiará también a los segundos (Sahlman, *The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations* 1990, 494-495). Además, señala el autor que un *venture capitalist* será bien calificado por los LPs y demás agentes del mercado en caso la compensación del *partnership* esté principalmente basada en la generación de valor (Sahlman, *The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations* 1990, 502).

De la misma manera, Gilson señala que el mecanismo de compensación típico de un *limited partnership* incluirá un interés fijo por la administración del fondo, que sería de alrededor del 2.5% sobre el capital invertido, y un interés variable (*carried interest*), establecido sobre el rendimiento del fondo de 20% (R. Gilson 2002, 7-8). Indica el mismo autor que la tasa variable constituye el principal retorno para el GP, el mismo que se dará al mismo tiempo que se realicen las distribuciones a favor de los LPs, sujeto a dos restricciones: i) normalmente los GP no reciben distribuciones hasta que los LPs reciban un equivalente a su contribución de capital en algunas ocasiones con intereses; y, ii) las distribuciones a favor del GP están sujetas a provisiones “*claw back*”⁶⁷ que asegurarían que el orden de distribución no afecte el porcentaje de ganancias del GP (R. Gilson 2002, 8). De esta manera, la estructura de compensación estaría diseñada para aliviar el problema de agencia entre el GP y los LPs

⁶⁷ Indica el autor que estas cláusulas se utilizan para postergar el cálculo del interés variables al momento de la distribución final de rendimientos. Esto, por ejemplo, sería útil en los casos que el GP tenga el incentivo de generar inversiones no rentables luego de haber generado inversiones rentables a fin de ganar un porcentaje mayor sobre los rendimientos acumulados (R. Gilson 2002, 31).

ya que la principal fuente de ingresos de los LPs será la misma que para el GP (R. Gilson 2002, 30-31).

Esta posición también es compartida por Kauffman International, señalando que, en los casos de fondos con altos niveles de capital, se podrían generar deseconomías de escala, ya que, el administrador del fondo recibirá un ingreso financiero importante por la tasa anual de administración (interés fijo) y no por el rendimiento de sus inversiones, consecuentemente, restringiendo el incentivo que los rendimientos tengan como base a la generación de valor (Murray, y otros 2012, 6).

6.3.1.2.6 Distribución obligatoria de rendimientos

En relación a la distribución de rendimientos de un fondo de capital de riesgo, Sahlman indica que en la mitad de los *partnerships* objeto de su investigación se estableció la obligación de distribuir anualmente los beneficios generados por las inversiones en las empresas objetivo, en la forma de efectivo, títulos valores o una combinación de ambos (Sahlman, The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations 1990, 491-492). En este sentido, el autor señala que los LPs preservarán ciertos mecanismos, como la inversión escalonada, para asegurarse que los rendimientos del fondo sean distribuidos en lugar de ser mantenidos dentro del mismo (Sahlman, The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations 1990, 502).

De la misma manera, Gilson indica que la distribución obligatoria de rendimientos permitirá mitigar el problema de agencia entre el GP y los LPs generado por el incentivo que tendría el GP de incrementar el capital del fondo, ya que, parte de la compensación de este se generará por el interés fijo calculado sobre el capital administrado (R. Gilson 2002, 32). De no existir las distribuciones obligatorias, el autor señala que el GP podría beneficiarse por la inversión de los rendimientos generados que incrementarían el tamaño del fondo, además que no tendría necesidad de levantar nuevos fondos y, consecuentemente, eliminaría el incentivo de contar con una buena reputación en el mercado (R. Gilson 2002, 32-33). Es así, como el autor indica que el *partnership* estará mayoritariamente en liquidación parcial, considerando que las ganancias realizadas por el fondo deberán ser distribuidas a los LPs de manera anual (R. Gilson 2002, 7).

6.3.1.2.7 Desinversión

En lo relativo a la desinversión o venta de la participación del fondo en las *startups*, Sahlman indica que dentro del contrato entre el fondo y las empresas objetivo era usual la existencia de “*Go-along rights*”, los mismos que permitirán que el *venture capitalist* venda sus acciones en los mismos términos y oportunidad que ciertas personas claves (Sahlman, *The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations* 1990, 504). Adicionalmente, el mismo autor indica que los *venture capitalists* mantienen relaciones cercanas con bancos de inversión que podrán asistir a las empresas objetivo ante un posible listado de acciones en el mercado de valores o la fusión con otra compañía (Sahlman, *The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations* 1990, 509). De igual manera, el *venture capitalist* tendrá contacto con grandes empresas que podrían estar interesadas en la compra de la empresa objetivo (Sahlman, *The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations* 1990, 509).

De la misma manera, Gilson y Black identifican que la desinversión de un fondo de capital de riesgo se podrá realizar a través del mercado de valores o por la venta privada de la compañía a una empresa de mayor tamaño (Gilson y Black, *Does Venture Capital Require an Active Stock Market?* 1999, 12). No obstante, los autores enfatizan en que un mercado de valores desarrollado que permita la desinversión a través de una oferta inicial de valores (IPO, por sus siglas en inglés) será un elemento crítico para la existencia de un mercado vibrante de capital de riesgo (Gilson y Black, *Does Venture Capital Require an Active Stock Market?* 1999, 2)⁶⁸. De acuerdo a estos autores, a través del IPO se generará un contrato implícito entre el fondo y el emprendedor, principalmente relacionado al control futuro sobre la empresa objetivo, el mismo que consistirá en la recuperación de los derechos políticos por parte del emprendedor ante la venta de las acciones del *venture capitalist*, la distribución de las acciones del *venture capitalist* a los LPs, la emisión de nuevas acciones de la compañía y la pérdida de derechos políticos del *venture capitalist* como su posición en el Directorio y su

⁶⁸ De acuerdo a estos autores, los fondos de capital de riesgo con una desinversión a través de un IPO tendrían un retorno promedio anual de 60%, mientras los que lo desarrollaron a través de una adquisición tendrían uno de 15% anual (Gilson y Black, *Does Venture Capital Require an Active Stock Market?* 1999, 18). Otro dato que reflejaría la posición de los autores sería el desarrollo del mercado israelí, en donde, de 16 IPOs de startups israelíes en 1993, 14 listaban en NASDAQ, 1 en AIM del Reino Unido y 1 en el mercado de valores de Tel-Aviv; además, que al 31 de marzo de 1997, 62 startups israelíes listaban en NASDAQ (22 de ellas en 1996), la mayoría de ellas del sector de alta tecnología (Gilson y Black, *Does Venture Capital Require an Active Stock Market?* 1999, 21).

poder de veto sobre las decisiones del negocio (Gilson y Black, Does Venture Capital Require an Active Stock Market? 1999, 3 y 15).

De la misma manera, los autores destacan la importancia del contrato implícito en el control que tendrá el mercado sobre la inversión del fondo de capital de riesgo (Gilson y Black, Does Venture Capital Require an Active Stock Market? 1999, 16). En este sentido, los autores señalan que sería difícil determinar las condiciones de una opción (*option call*) para que los emprendedores recuperen el control delegado al fondo de capital de riesgo por la inversión realizada (Gilson y Black, Does Venture Capital Require an Active Stock Market? 1999, 16-17). Además, indican los autores que el fondo podría tener un comportamiento oportunista basándose en la inversión escalonada y el derecho de *first refusal* que ejercen sobre las futuras rondas de inversión de la empresa (Gilson y Black, Does Venture Capital Require an Active Stock Market? 1999, 17). Por lo tanto, los autores plantean que, en estos casos, el contrato implícito se generará en base al crecimiento de la empresa y valoración que podría tener ante un tercero, por ejemplo, un banco de inversión que actúe como *underwriter* en la primera emisión de valores de la empresa (Gilson y Black, Does Venture Capital Require an Active Stock Market? 1999, 16). Así, ante el visto favorable del *underwriter* para asumir los riesgos de la operación y una negativa injustificada del fondo de continuar con el proceso de desinversión, el mercado podría sancionar el comportamiento injustificado del fondo (Gilson y Black, Does Venture Capital Require an Active Stock Market? 1999, 16).

No obstante, esta posición es cuestionada por Gompers y Lerner quienes, haciendo referencia a las experiencias de Israel y Singapur, señalan que las industrias de capital de riesgo de estos países han tenido un crecimiento dramático a pesar de no contar, inicialmente, con un mercado de valores potente (Gompers y Lerner 1999, 20). No obstante, los autores reconocen que el mercado de valores tendría un efecto sobre la liquidez de la industria de capital de riesgo, lo que potencialmente podría afectar sus contribuciones (Gompers y Lerner 1999, 20).

En la misma línea, Gompers y Lerner cuestionan el argumento que la ventaja competitiva de Estados Unidos en capital de riesgo se basaría en el potente mercado de valores señalado por Gilson y Black (Gompers y Lerner, The Venture Capital Revolution

2001, 163-164). Afirman los autores que este argumento perdió credibilidad ante el crecimiento de la industria de capital de riesgo en países de Asia, Europa y América Latina que carecerían de este componente (Gompers y Lerner, *The Venture Capital Revolution* 2001, 164)⁶⁹.

En relación a las ventas privadas y a las inversiones de capital de riesgo corporativo (*corporate venture capital*), Gompers y Lerner señalan que las grandes corporaciones han visto en las adquisiciones una alternativa al establecimiento de centros de investigación y desarrollo (R&D, por sus siglas en inglés) internos (Gompers y Lerner, *The Venture Capital Revolution* 2001, 150). En este sentido, señalan que empresas como Cisco Systems utilizarían en mayor medida la estrategia de adquisiciones en lugar de los departamentos de R&D centralizados para el surgimiento de nuevas ideas (Gompers y Lerner, *The Venture Capital Revolution* 2001, 150)⁷⁰.

6.3.1.2.8 Aspectos fiscales

En relación a los aspectos fiscales, Sahlman indica que los ingresos del *limited partnership* no estaban sujetos al impuesto a la renta corporativo; por el contrario, este impuesto era aplicado sobre la renta de los inversionistas del fondo de manera individual (Sahlman, *The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations* 1990, 489). Además, señala que los *partnerships* podían distribuir valores mobiliarios sin gatillar inmediatamente un impuesto sobre un ingreso; considerando que la ganancia o pérdida sobre el activo subyacente solo se reconocía cuando el activo era vendido (Sahlman, *The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations* 1990, 489). Finalmente, el autor indica que para la aplicación de este tratamiento fiscal, era necesario el cumplimiento de los siguientes requisitos (Sahlman, *The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations* 1990, 490): i) el plazo del fondo deberá estar establecido previamente a la firma del *partnership*; ii) la transferencia de las unidades del *limited partnership* eran

⁶⁹ No obstante, también se señala que en un estudio de Jeng y Wells (2000) se determinó que la fortaleza del mercado de valores para las ofertas públicas iniciales era un factor relevante para los compromisos de inversión de capital de riesgo (Gompers y Lerner, *The Venture Capital Revolution* 2001, 164).

⁷⁰ Un estudio reciente de Google Ventures que analizó datos de mercado para identificar la existencia de una burbuja sobre las inversiones de capital de riesgo, destacó que actualmente existe un retroceso en la cantidad de IPOs desde el año 2011, dado que las empresas prolongan su dominio privado (el lapso entre la primera ronda de inversión y la salida al mercado de valores es de 8 años en promedio) (Marris 2016). De igual manera, señalan que, a pesar que hubo un retroceso en la cantidad de fusiones y adquisiciones (111 *deals* Q3-2015 a 79 en Q1-2016), el valor de los *deals* se ha duplicado (Marris 2016). Así, señalan que las adquisiciones habrían tomado el lugar de los IPOs, enfatizando la reciente compra de LinkedIn por parte de Microsoft (Marris 2016).

limitadas, a diferencia de la mayoría de valores mobiliarios, estas unidades no se podían comprar o vender con facilidad; iii) el retiro del *partnership* previo al plazo estaba prohibido; y, iv) los LPs no podían participar activamente en la administración del fondo si su responsabilidad se limitaba al monto de su compromiso⁷¹.

De igual manera, destaca Sahlman que el uso de acciones preferentes generaba un efecto sobre el pago de impuestos, en el sentido que, una acción preferente restaba valor sobre las acciones comunes, generando que los miembros del equipo de administración de la empresa puedan comprar acciones comunes a un menor precio sin incurrir en ingresos gravados con impuestos (Sahlman, *The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations* 1990, 510). Así mismo, señala que el valor de las acciones comunes estaba fijado al 10% del valor de la acción preferente convertible, por lo que, si las acciones comunes tenían los mismos derechos que las acciones preferentes, el equipo administrativo debería tributar sobre la diferencia entre el valor de compra pagado y el valor de compra pagado por el *venture capitalist* (Sahlman, *The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations* 1990, 510). Así, concluye que no existía una desventaja en usar acciones preferentes dado que el dividendo estaba diferido y la mayoría de los beneficiarios finales estaban exonerados del pago de impuestos (Sahlman, *The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations* 1990, 510).

6.3.2 El capital de riesgo (VC) en México

6.3.2.1 La participación del Estado en el desarrollo del VC

En el reporte “Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México” elaborado por EY en asociación con la Asociación Mexicana de Capital Privado (AMEXCAP), el Instituto Nacional del Emprendedor (INADEM) y el Centro de Investigación en Iniciativa Empresarial (CIIE) de IPADE Business School en el año 2015, se realizó un resumen de las políticas públicas de apoyo al desarrollo del capital de riesgo en México entre el año 1986 y 2014 (EY, *Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México* 2015, 3).

⁷¹ En (Murray, y otros 2012, 5), reconociendo que en los *limited partnerships* la gestión activa es de responsabilidad del GP, se señala que los LPs tendrán una restricción legal que condicionará los beneficios tributarios asociados a la operación a que estos participen en la operación directa del fondo.

En primer lugar, en el año 1986 se crearon las Sociedades de Inversión de Capitales (SINCAS) por parte de Nacional Financiera (NAFIN) (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 3). El objetivo de los SINCAS era permitir que pequeños y medianos inversionistas financiaran pequeñas y medianas empresas a través de vehículos que eventualmente listarían en la bolsa de valores (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 4). Los principales inversionistas de las SINCAS fueron las corredurías, bancos de desarrollo y gobiernos de los diferentes estados de México y otras instituciones federales, incluyendo también a NAFIN, que a 1993 había invertido en 34 de las 58 SINCAS activas (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 4 y 5). Dentro de los resultados de las SINCAS destacan un efecto sobre el crecimiento de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) a través del listado de cuatro de ellas (UNICA, Procorp, OPCAP y Fondo Opción) (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 5). Además, dentro de las empresas que recibieron inversión de las SINCAS, 11 de ellas lograron salidas en la BMV y 2 en NASDAQ (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 5)⁷².

En segundo lugar, en el año 1993, NAFIN constituyó el primer fondo de capital de riesgo en México denominado NAEF-Ventana de capital público y privado (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 3). El fondo estaba compuesto por un capital de US\$ 34M e involucraba la participación de Ventana Global LTD, gestor de fondos estadounidense, NAFIN como inversionista líder, un banquero mexicano como director general y un equipo de gestión del fondo local (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 7 y 8). Por el contexto de la aprobación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), este fondo se especializó en sectores promotores de las energías limpias y renovables (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 7). Dentro de los resultados del fondo, destacan que, entre 1993 y 2002, se revisaron cerca de 400 empresas, se invirtió en 12 de ellas y, a pesar de no contar con un retorno financiero positivo, permitió la creación de empresas como Óptima

⁷² Entre los años 2000 y 2013, las SINCAS habrían invertido USD 25,765 millones en 4,786 transacciones, con una inversión promedio de USD 5.38 millones y una mayor inversión de USD 379.49 millones (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 6).

Energía, Water Capital y Fypasa, líderes en el sector medioambiental (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 9)⁷³.

En tercer lugar, en el año 2004 se creó el Fondo de Emprendedores CONACYT-NAFIN, el cual fue catalogado como el primer fondo de capital semilla en México (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 3). En este fondo, NAFIN tuvo un aporte de MXN 30M y se encargaba de la evaluación comercial de los postulantes, mientras el Consejo Nacional de Ciencia y Tecnología de México (CONACYT) tuvo un aporte de MXN 200M y estaba encargado de revisar la parte técnica de los postulantes (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 9). Así, la estrategia del fondo incluía el límite temporal máximo de la inversión de cinco (5) años en la empresa, el monto máximo de inversión de MXN 5M y que el fondo no podía comprar más del 20% del capital social de la empresa (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 9). El fondo logró los siguientes resultados (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 9 y 10):

- Inversión total de MXN 219M entre 2004-2010, inversión en 43 empresas, una inversión promedio de MXN 5M y una participación accionaria promedio de 15%.
- Tasa de supervivencia de las empresas de 84% contra 20% de las que no tenían acceso a estos capitales.
- A finales de 2013, cinco (5) desinversiones en los sectores de tecnologías de la información (3), aeroespacial (1) y alimentos (1).
- Las cinco salidas tuvieron un múltiplo de capital de 1.27x sobre el capital invertido, comparado a 1.25x de fondos similares en Estados Unidos.
- Las empresas con inversión involucraron la generación de 51 patentes, 38 marcas y 78 derechos de autor.
- Un efecto multiplicador de los fondos de 3.5x del capital invertido.

⁷³ Destaca el informe que entre los años 1996 y 2003, la banca de desarrollo invirtió en la constitución de 15 fondos de capital privado (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 3). Además, en el año 2003, se creó la AMEXCAP con 4 fondos (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 3).

- Salario promedio de los empleados de MXN 18K, 2.3 veces el salario promedio de empresas de rubros similares y la creación de 1,200 puestos de trabajo.
- Acceso de un grupo de estas empresas a capital de riesgo o privado.

En cuarto lugar, en el año 2006, el informe destaca la importancia de la consolidación de la cartera de capital privado de la banca de desarrollo a través de la creación de la Corporación Mexicana de Inversión de Capitales (CMIC) (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 3)⁷⁴. De esta manera, a través del CMIC, se creó un Fondo de Fondos para centralizar la inversión del Gobierno en fondos de capital privado, conformado por el portafolio de fondos en los que la banca de desarrollo había invertido y un fondo federal adicional para nuevas inversiones (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 12)⁷⁵.

Es así, como se constituyó el Fondo de Fondos México 1, el mismo que se convertiría en el único vehículo de inversión del sector público en capital privado y sería administrado por la CMIC, quien celebraría un contrato de prestación de servicios con los fondos postulantes (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 14). Dentro de las características de México I se incluyeron las siguientes:

⁷⁴ Dentro de los bancos de desarrollo se señala a NAFIN, BANCOMEXT, FOCIR, BANOBRAS, entre otros (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 11). De igual manera, destaca que en el año 2005 se realizaron importantes ajustes a la Ley del Mercado de Valores y se crearon la Sociedad Anónima Promotora de Inversión (SAPI) (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 3).

⁷⁵ El informe destaca que otro aporte del CMIC fue el acceso a la información sobre los retornos de los fondos (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 16).

Tamaño objetivo del fondo:	US\$250 millones
Inversiones en fondos:	No limitado
Fondos potenciales:	15-25
Tipos de fondos:	Fondos enfocados en capital privado, infraestructura, capital inmobiliario, emprendedores y <i>mezzanine</i>
Geografía:	Fondos mexicanos, latinoamericanos o norteamericanos activos en México y América Latina
Inversiones directas:	-
Inversiones potenciales:	-
Tipos de empresas:	-
Geografía:	Empresas en México y América Latina

Figura 6: (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 14)

Este vehículo de inversión obtuvo resultados a 2013 que incluían inversiones en 52 fondos (8 desinvertidos, 17 en periodo de desinversión y 27 activos) y el financiamiento indirecto a 294 empresas (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 15).

En atención a los resultados de México 1, en 2013 la CMIC se comprometió a lanzar un segundo fondo, denominado México 2, financiado por un Certificado de Capital de Desarrollo (CKD)⁷⁶, un fondo paralelo del Gobierno Federal y la participación de la CAF, que consideraba las siguientes características:

⁷⁶ En (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 57) se indica que los CKD son los instrumentos por los que, a partir de 2009, los fondos de pensiones invierten en fondos de capital de riesgo.

Tamaño objetivo del fondo:	US\$500 millones
Inversiones en fondos:	No limitado
Fondos potenciales:	20-30
Tipos de fondos:	Fondos enfocados en capital privado, infraestructura, capital inmobiliario, emprendedores y <i>mezzanine</i>
Geografía:	Fondos mexicanos, latinoamericanos o norteamericanos activos en México y América Latina
Inversiones directas:	Solo si se realizan de la mano de un fondo de calidad mundial.
Inversiones potenciales:	10-15
Tipos de empresas:	No limitado
Geografía:	Empresas en México y América Latina

Figura 7: (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 15)

En lo relativo al capital de riesgo, el informe destaca que la CMIC y el Gobierno Federal ganaron experiencia en el financiamiento de etapas tempranas a través de NAEF-Ventana (1993), el fondo CONACYT-NAFIN (2003) y el Portal de Ángeles Inversionistas (2007), lo que permitió que en el año 2011 se creara el fondo “México Ventures I” especializado en *startups* de etapa temprana a cargo de NAFIN (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 17)⁷⁷. El fondo contó con un monto total de US\$ 40M, de los cuales US\$ 30M fueron aportados por la Secretaría de Economía y US\$ 10M por la CAF (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 17). Dentro de las características de México Ventures I se incluían (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 17): i) cada fondo recibiría entre US\$ 6M – 12M; ii) las inversiones directas serían entre US\$ 1.25 y 2.5M; y iii) México Ventures I no podría representar más de 50% del capital del fondo. A continuación, se presenta un cuadro que resume las características de México Ventures I:

⁷⁷ Para determinar la viabilidad de México Ventures I, se contrató un estudio del consultor AT Kearney, a quien se le preguntó sobre la extensión de los fondos de la CMIC en temas de capital emprendedor o, si por el contrario, era necesario crear un fondo de fondos especializado; optándose por esta última. (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 17)

Tamaño objetivo del fondo:	US\$85-120 millones
Inversiones en fondos:	US\$70-100 millones
Fondos potenciales:	8-12
Tipos de fondos:	Fondos enfocados en capital emprendedor, capital de expansión, capital de crecimiento y capital semilla para invertir en México y América Latina
Geografía:	Fondos mexicanos, latinoamericanos o norteamericanos activos en México y América Latina
Inversiones directas:	US\$15-20 millones
Inversiones potenciales:	8-12
Tipos de empresas:	Empresas innovadoras en crecimiento y que hayan recibido una inversión de uno de los fondos en los que haya invertido Mexico Ventures I (coinversiones)
Geografía:	Empresas en México y América Latina
Figura 8: (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 17)	

De esta manera, dentro de los resultados más destacados de México Ventures I a 2013 se incluyeron (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 18):

- i) la inversión de US\$ 42.5M en (8) fondos de capital emprendedor, con un promedio de US\$ 5.3M por fondo, que invirtieron en (24) empresas con una inversión promedio de US\$ 2.43M;
- ii) coinversiones directas de US\$ 10.1M en seis empresas conjuntamente con fondos de capital emprendedor, con una inversión promedio de US\$ 1.6M;
- iii) inversiones en México, China y Estados Unidos con un factor multiplicador de US\$ 6.1 por cada dólar aportado al fondo.

Finalmente, otros eventos importantes de impulso estatal al ecosistema de emprendimiento mexicano y a los aspectos de financiamiento incluyeron que, en el año 2012, por un lado, NAFIN y la Secretaría de Economía lanzaran el Fondo de Coinversión de Capital Semilla; y, por otro lado, se creara el INADEM (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 3). Sobre esto último, el INADEM es reconocido como el órgano administrativo desconcentrado de la Secretaría de Economía cuyo objetivo es instrumentar, ejecutar y coordinar la política nacional de apoyo a los emprendedores y a la micro, pequeña y mediana empresa, impulsando su innovación, competitividad y proyección en los mercados nacionales e internacionales (EY, Estudio sobre la industria de capital

emprendedor en México 2015, 26). De esta manera, en el año 2013, el INADEM creó el programa “Desarrollo del Ecosistema del Capital Emprendedor”, cuyos objetivos incluían facilitar el acceso al crédito o capital de las Mipymes, apoyar el desarrollo de proyectos de emprendimiento de alto impacto y fomentar la creación de vehículos de inversión y la profesionalización de sus gestores (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 3 y 26).

Así, este programa, a 2014, incluía lo siguiente (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 29): i) Coinversión en vehículos de inversión mexicanos hasta un monto del 49% del capital del vehículo, con un tope de MXN 50M; ii) Gastos de constitución de vehículos de inversión (legales, fiscales, notariales, fiduciarios) hasta por el 50% del total de gastos con un tope de MXN 850K; iii) Gastos de auditoría y formalización de inversiones (*due diligence*) por el 50% del gasto por este concepto con un tope de MXN 500K.

Dentro de los principales resultados del programa se señala que, a la fecha del informe, México contaba con 30 fondos de inversión favorecidos por el programa y especializados en etapas tempranas (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 29). Además, se señala que estos fondos administrarían US\$ 235M que, considerando una inversión promedio de US\$ 500,000, podría beneficiar a 470 empresas mexicanas en los próximos 3 años (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 29).

6.3.2.2 Las características de los fondos VC en México

A continuación, se hará un listado con las principales características de las inversiones de capital de riesgo de acuerdo a la revisión de literatura realizada. Estas características serán asumidas preliminarmente como factores críticos de éxito de la experiencia mexicana.

6.3.2.2.1 Las partes

En el informe de EY se señala que, una vez el fondo cuente con los compromisos de inversión, se deberá optar por estructurar la operación, en donde, en primer lugar, existirá una operadora del fondo (generalmente una Sociedad Anónima Promotora de Inversión [SAPI]) y, en segundo lugar, un vehículo de inversión que agrupe los recursos del fondo y canalice las operaciones entre el fondo y los inversionistas, el administrador y las empresas

objetivo (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 48). Vale precisar, que de acuerdo con Solórzano, Carvajal y otros, la SAPI constituirá un vehículo idóneo para el levantamiento de capital a pesar de no ser fiscalmente transparente, principalmente cuando los beneficios fiscales de un fideicomiso no ameriten los costos para constituir tal estructura (Solórzano, Carvajal, y otros, Capital Privado 2015).

De esta manera, respecto a la operadora del fondo, Alvarado Velásquez y otros señalan que la SAPI fue introducida al sistema legal mexicano a través de la Ley del Mercado de Valores del 2006, que tenía como objetivo adoptar estándares internacionales para este mercado en temas como el derecho de revelación de información, los derechos de las minorías y el buen gobierno corporativo (Alvarado Velásquez, y otros 2016, 89).

De igual manera, Martínez Moreno señala que la finalidad principal de la SAPI dentro de la Ley del Mercado de Valores fue facilitar “el acceso de empresas medianas al capital de riesgo”, además indica que la SAPI estaba relacionada con las “inversiones de capital de riesgo” que, a su vez, se definen como la provisión de capital a “empresas o proyectos con alto potencial de desarrollo, con el objetivo de hacer crecer sustancialmente a dicha empresa o proyecto en el transcurso de un tiempo determinado” (Martínez Moreno 2009, 11). Específicamente, se indica que la SAPI brindaría mayor seguridad jurídica y facilidades a los inversionistas en temas de derechos de minorías, derecho de retiro o exclusión, entre otros (Martínez Moreno 2009, 11).

Así, Alvarado Velásquez y otros reconocen que la SAPI incluye características más flexibles y atractivas para los inversionistas (Alvarado Velásquez, y otros 2016, 91 y 92), destacando las siguientes⁷⁸:

- i) La administración estaba encomendada a un consejo de administración, sin que pudiera ser delegada a un administrador único.
- ii) Reducciones a los porcentajes necesarios para el ejercicio de los derechos de los accionistas.

⁷⁸ También se reconoce la importancia de las SAPIs en (Santillán-Salgado y Hernández-Perales, Análisis de la industria de Fondos de Capital Privado y de Capital Emprendedor: su evolución reciente en México 2010). Adicionalmente, la misma fuente reconoce la importancia de otros cambios como la protección de los accionistas minoritarios, la introducción de las compañías de seguro en la industria de capital privado y cambios regulatorios que impulsaron la participación de las Administradoras de Fondos para el Retiro (AFORES).

- iii) La posibilidad de imponer restricciones a la transmisión de propiedad o derechos y acciones de una misma serie o clase, distintas a las ya reconocidas en la ley de sociedades mexicana.
- iv) El establecimiento de causales de exclusión de socios para ejercer derechos de separación.
- v) Ampliar o limitar el derecho de suscripción preferente en casos de aumento de capital.
- vi) Posibilidad de adquirir sus propias acciones.
- vii) No publicar estados financieros en diarios oficiales del Estado.
- viii) La emisión de acciones con características distintas a las reguladas en la ley de sociedades mexicana, por ejemplo:
 - a. No tengan derecho a voto o restricciones al mismo.
 - b. Otorguen derechos sociales no económicos.
 - c. Limiten o amplíen derechos económicos especiales como el reparto de utilidades.
 - d. Confieran derechos de voto o requieran del voto favorable de uno o más accionistas sobre las resoluciones de Asamblea General de Accionistas.

Por otro lado, en relación con el vehículo de inversión, se reconocen una serie de formas y características por las cuales este se formalizaba. En primer lugar, se define al fideicomiso de inversión en capital privado (FICAP) como un fideicomiso estructurado para la inversión en capital de empresas mexicanas no listadas en bolsa por un periodo máximo de 10 años (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 49). Las partes del FICAP incluyen, necesariamente, a una institución financiera como fiduciario y a los inversionistas como fideicomitentes y como fideicomisarios, reconociendo que, a diferencia de la sociedad en comandita por acciones de Quebec (también conocida como LPQ por sus siglas en inglés), no existirá distinción entre socios generales y socios limitados (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 49). Una de las características principales de este fideicomiso será la transparencia fiscal, la cual estará, a su vez, sujeta a una serie de condiciones que serán especificadas más adelante (Solórzano, Carvajal, y otros, Capital Privado 2015).

En segundo lugar, se reconoce la existencia del fideicomiso no empresarial, el que involucra las mismas características sobre las partes y responsabilidades del fideicomiso, pero tiene como principal diferencia con el FICAP que sus ingresos pasivos representan el 90% de los ingresos (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 49). Por ingreso pasivo se entienden aquellos generados por intereses, ganancia cambiaria, operaciones financieras derivadas (deuda y capital), venta de acciones, dividendos, ajuste anual por inflación y arrendamiento de inmuebles (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 49). El requisito sobre ingresos pasivos es de gran importancia para esta estructura ya que determinará que el fideicomiso sea considerado fiscalmente transparente (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 49). Finalmente, debe señalarse que el fideicomiso no empresarial no incluirá los mismos requisitos y restricciones del FICAP (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 49).

En tercer lugar, se define a la sociedad en comandita por acciones de Quebec (LPQ), equivalente al *Limited Partnership Agreement*, como el vehículo a través del cual se habrían estructurado la mayoría de fondos de inversión de capital de riesgo en México, con domicilio en las provincias canadienses de Quebec u Ontario (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 49). Esta sociedad, que carece de personalidad jurídica propia, incluía a un *General Partner*, de responsabilidad ilimitada y cuyo principal aporte era el conocimiento, y varios *Limited Partners*, que eran los socios de responsabilidad limitada y que aportarían la mayoría de los recursos para las inversiones y gastos del propio fondo de inversión (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 49 y 71).

De esta manera, el GP tendría responsabilidad ilimitada y subsidiaria por las obligaciones sociales del fondo, mientras el LP respondería por las obligaciones sociales hasta por el monto de su aporte al fondo (Eraña 2014, 4). Así, Solórzano, Carvajal y otros señalan que esta característica significa que, en caso el patrimonio del fondo no alcance para satisfacer las obligaciones de los acreedores, estos podrán actuar contra el *General Partner*, quien será responsable con la totalidad de su patrimonio (Solórzano, Carvajal, y otros, Capital Privado 2015). Por otro lado, se señala que la carencia de personalidad jurídica de esta

estructura habría determinado que los LPQ también sean considerados fiscalmente transparentes (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 49)⁷⁹.

Finalmente, las SINCAS, como fue mencionado anteriormente, son vehículos de inversión financiados por las corredurías, bancos de desarrollo y gobiernos de los diferentes estados de México y otras instituciones federales con el objetivo de permitir que pequeños y medianos inversionistas financiaran pequeñas y medianas empresas a través de vehículos que eventualmente listarían en la Bolsa de Valores (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 3 y 4). No obstante, en el presente acápite, el informe los describe como ineficientes por las siguientes razones (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 50): i) limitaciones legales para otorgar derechos de preferencia en casos de aumento de capital, limitando la aplicación de disposiciones antidilusión; ii) no aplicación del régimen de protección de las minorías de la SAPI; iii) excesiva regulación; y, iv) la supervisión de la CNBV.

6.3.2.2.2 Forma de inversión

Respecto a la forma cómo se realiza una inversión de capital de riesgo en México, Charvel analiza la estrategia de inversión que los fondos de capital de riesgo habrían seguido en América Latina, a partir de las bases de datos de *Venture Equity Latin America* (VELA) y una de elaboración propia del autor, considerando mercados principales como Brasil, Argentina y México, y comparando este último con los dos primeros (Charvel, *Is Private Equity Out of Control in Latin America* 2009, 1-9).

En primer lugar, el autor señala que, dada la falta de desarrollo de las estructuras legales en la región (primacía del Estado de derecho [*rule of law*], cumplimiento de la ley y los contratos, y ejecución de los mandatos judiciales), las inversiones de los fondos tendrían como objetivo participaciones mayoritarias por el control de la empresa objetivo (Charvel, *Is Private Equity Out of Control in Latin America* 2009, 2). En este caso, el autor señala que a pesar que la mayoría de inversiones en Brasil y México se habrían dado a través de participaciones minoritarias, existiría una tendencia de incrementar el porcentaje de participación en el tiempo; tendencia que sería compatible con aquella de la región que

⁷⁹ De acuerdo a (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 56), los *limited partnerships* (sin especificar si se trata de los LPQ), tienen las siguientes dos ventajas: i) sofisticación y flexibilidad en la constitución de la sociedad por la responsabilidad limitada que gozan los inversionistas; ii) transparencia para efectos legales y regulatorios que brinda mayor certeza para los inversionistas.

preferiría participaciones mayoritarias (Charvel, Is Private Equity Out of Control in Latin America 2009, 7)⁸⁰.

En segundo lugar, el autor plantea que existiría una prima de riesgo por la inversión en mercados emergentes, lo que generaría que las inversiones se orienten a la etapa “*late-stage*” (Charvel, Is Private Equity Out of Control in Latin America 2009, 2)⁸¹. Sobre el particular, el autor señala que los inversionistas en Argentina y Brasil se habrían concentrado en la etapa “*late-stage*”, mientras en México, las inversiones se habrían dado en transacciones de menor valuación (Charvel, Is Private Equity Out of Control in Latin America 2009, 7).

En tercer lugar, el autor plantea que las inversiones involucrarían un monto elevado a fin de cubrir mayores costos de transacción; por ejemplo, en un *due diligence* más riguroso previo a la inversión (Charvel, Is Private Equity Out of Control in Latin America 2009, 2). En concordancia con la conclusión anterior, el autor señala que las inversiones en Argentina y Brasil serían dos o tres veces más grandes que la inversión promedio en México; por ejemplo, los costos de *due diligence* y de estructuración de US\$ 100,000 representarían un 0.54% de la inversión promedio en Brasil, mientras representarían el 1.82% de las mismas en México (Charvel, Is Private Equity Out of Control in Latin America 2009, 7).

Por otro lado, en el informe de EY se plantea que los fondos de capital emprendedor en México invertirían en tres etapas de inversión (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 42): i) capital semilla; ii) etapas tempranas de capital emprendedor; y, iii) etapas maduras de capital emprendedor. El porcentaje correspondiente a cada etapa sería de 35%, 49% y 16%, respectivamente (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 42)⁸².

⁸⁰ Adicionalmente, en (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 44), se señala como sorprendente que los fondos de capital emprendedor entre el 2007 y 2013 hayan obtenido ciertas participaciones mayoritarias en las empresas objetivo, indicando que, regularmente, estas participaciones deberían ser menores a las de capital privado.

⁸¹ Esta posición también fue señalada en (Charvel, A Comprehensive Look at the Private Equity Industry in Mexico (1990-2006) 2007, 48 y 51), en donde se indica que la mayoría de las inversiones de *Private Equity* se realizaron en *late-stage* (67.4% del capital invertido y un 42.6% del total de transacciones). En (Charvel, A Comprehensive Look at the Private Equity Industry in Mexico (1990-2006) 2007, 51) se señala que, dentro de las ventajas de las empresas maduras, se encontraría la posibilidad de acceder al financiamiento y contar con valuaciones más elevadas que incrementen la posibilidad de una desinversión exitosa.

⁸² En una clasificación similar, (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 36) clasifica la etapa en las que invertirían los fondos de capital emprendedor: i) capital semilla (seed capital); ii) serie A (round A); iii) serie B (round B); iii) serie C (later stage). Para cada etapa, correspondería un ticket aproximado de USD 500K; USD 500K – 2M; USD 2M – 5M; mayor a USD 5M, respectivamente.

Además, en el mismo informe se señalan los sectores en los que habrían invertido los fondos de capital emprendedor entre los años 2000 y 2014, en donde los diez primeros puestos incluyen los siguientes (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 45): i) comercio electrónico (20.5%); ii) tecnología, medios y telecomunicaciones (13.5%); iii) servicios financieros (11.8%); iv) educación (6.6%); v) salud (6.3%); vi) servicios a negocios (6.3%); vii) software (5.9%); viii) bienes de consumo (5.6%); ix) mercadotecnia (4.2%); y, x) Entretenimiento y móviles (3.8%).

Finalmente, respecto a la estrategia de los fondos de capital de riesgo para aumentar el valor de las empresas objetivo, este informe reconoce las siguientes (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 52): i) incrementar las ventas; ii) mejorar los márgenes (a través del manejo de costos y precios); iii) reestructura financiera (reducción de tasas y plazos de deuda, y el nivel de apalancamiento); iv) profesionalización de los negocios familiares (instalación de un consejo de administración y trabajo con mandos directivos); y, v) reposicionamiento estratégico (comprar una empresa con un múltiplo bajo y venderla con uno alto o vender la empresa a un comprador estratégico).

6.3.2.2.3 Flexibilidad corporativa

Un aspecto destacado sobre las inversiones en capital de riesgo en México está relacionado a la flexibilidad corporativa de los vehículos de inversión (Solórzano, Carvajal, y otros, Capital Privado 2015). Estos autores señalan que el LPQ y el fideicomiso no empresarial serían vehículos más flexibles que, por ejemplo, el FICAP, el mismo que estaría sujeto a ciertas restricciones de la Ley del Impuesto sobre la Renta y la miscelánea fiscal. En este sentido, los mismos autores señalan que esta flexibilidad se reflejaría en una mayor apertura a acuerdos económicos y corporativos, y la exigencia de los mismos en la vía judicial y arbitral (Solórzano, Carvajal, y otros, Capital Privado 2015).

Por otro lado, respecto a la flexibilidad corporativa de la SAPI, Alvarado Velásquez y otros señalan que, a diferencia de una Sociedad Anónima en donde el criterio para establecer los derechos de las mayorías y minorías sería el porcentaje de participación en el capital social, en la SAPI sería posible incluir otro tipo de criterios (Alvarado Velásquez, y otros 2016, 96). De esta manera, los accionistas minoritarios podrían asumir el control sobre la

sociedad independientemente de su porcentaje de participación en el capital social (Alvarado Velásquez, y otros 2016, 97).

De la misma forma se pronuncia Martínez Moreno, quien señala que la Ley General de Sociedades Mercantiles mexicana limitaba la posibilidad que las personas morales estipularan ciertos derechos corporativos y económicos a sus accionistas, por lo que, los cambios introducidos en la Ley del Mercado de Valores mexicana brindarían un mayor campo de acción a la SAPI y a la Sociedad Anónima Promotora de Inversión Bursátil (SAPIB) (Martínez Moreno 2009, 11).

Además, agrega este autor que ante la posibilidad de los accionistas de celebrar convenios para el ejercicio del voto (*voting trusts* o sindicatos de acciones), las normas sobre la sociedad anónima convencional mexicana considerarán nulo todo acuerdo que restrinja la libertad de voto de los accionistas (Martínez Moreno 2009, 27). A diferencia de ello, en la SAPI, los accionistas podrán celebrar acuerdos que regulen el ejercicio del derecho de voto en la Asamblea de Accionistas (Martínez Moreno 2009, 27).

De la misma manera, este mismo autor señala que el derecho de veto en la sociedad anónima convencional no será válido en asambleas ordinarias de accionistas o asambleas del Consejo de Administración, solo en aquellas extraordinarias (Martínez Moreno 2009, 27). El autor define el derecho de veto como aquella facultad otorgada a una minoría de acciones de integrar necesariamente el quorum de votación en las asambleas a fin de adoptar los acuerdos válidos (Martínez Moreno 2009, 28). Por otro lado, en la SAPI, se permite que dentro de sus estatutos sociales se emitan acciones diferentes a las señaladas en los artículos 112 y 113 de la ley societaria mexicana que confieran el derecho de veto o requieran el voto favorable de uno o más accionistas sobre las resoluciones de Asamblea General de Accionistas (Martínez Moreno 2009, 28). Debe señalarse que, estas acciones serán necesarias para determinar el quorum de instalación y votación de las asambleas, exclusivamente para aquellos asuntos sobre los cuales sus titulares tienen derecho (Martínez Moreno 2009, 28).

Además, este autor señala que en la sociedad anónima convencional existen causales específicas en la ley societaria mexicana que permiten que los accionistas se separen voluntariamente de la sociedad en el caso de haber votado en contra sobre estos asuntos

específicos (Martínez Moreno 2009, 28). Así, en el caso de la SAPI, la Ley del Mercado de Valores reconoce que en sus estatutos se podrán establecer causales adicionales a las reconocidas para la sociedad anónima, por lo que, la SAPI podría incluir aquellas vinculadas a la modificación de los estatutos sociales, el nombramiento de administradores, entre otros (Martínez Moreno 2009, 29).

Otro punto atendido por el autor es la exclusión de accionistas, en donde existiría una situación similar a la separación voluntaria de los accionistas, ya que, en la SAPI se podrán incluir causales adicionales a las reconocidas para la sociedad anónima en la ley societaria mexicana (Martínez Moreno 2009, 30). No obstante, señala el mismo autor que, la exclusión de accionistas fue recién regulada dentro de la Ley del Mercado de Valores, ya que el establecimiento de causales para la exclusión no estaría expresamente permitido para la sociedad anónima (Martínez Moreno 2009, 30).

En la misma línea de ideas, señala el autor que, a comparación de la sociedad anónima, la SAPI podrá incluir disposiciones con mayores restricciones a la transmisión de propiedad o derecho respecto a las acciones de una misma serie o clase representativas del capital social (Martínez Moreno 2009, 30-31). De esta manera, se facultaría a la administración a proteger los intereses de la sociedad ante la entrada de nuevos accionistas, en donde las disposiciones adicionales a las establecidas en la ley societaria mexicana podrían incluir la selección del órgano que decidirá la inclusión del accionista y el establecimiento del precio por el cual se podrían vender las acciones (Martínez Moreno 2009, 31).

Por otro lado, comenta este mismo autor que la sociedad anónima tendrá una prohibición de adquirir sus propias acciones (Martínez Moreno 2009, 31). Por el contrario, en el caso de la SAPI, se establece que estas podrán comprar acciones representativas de su capital social, previo acuerdo del Consejo de Administración (Martínez Moreno 2009, 31). Señala el autor, que esta facultad de la SAPI permitiría, por ejemplo, que esta sociedad adquiriera sus acciones como una forma de regular el valor de las mismas en el mercado (Martínez Moreno 2009, 32). Vale señalar, que esta facultad es aplicable en cumplimiento de reglas determinadas respecto a la forma y valor de la adquisición, la suscripción futura de aquellas acciones no suscritas y el ejercicio de derechos sociales y económicos asociadas (Martínez Moreno 2009, 32).

Finalmente, este autor concluye que otro punto atendido por la Ley del Mercado de Valores fue permitir la celebración de convenios entre los accionistas de la SAPI, sin que los mismos puedan ser oponibles a la sociedad (Martínez Moreno 2009, 51). Dentro de estos convenios, destacan los siguientes:

- No competencia: obligación de no desarrollar actividades comerciales que compitan con la sociedad, limitadas en tiempo, materia y cobertura geográfica, sin que las limitaciones excedan de tres años y observando otras leyes aplicables (Martínez Moreno 2009, 52).
- Drag-along, tag-along, put, call: opciones de compra o venta de acciones representativas del capital social ante la concurrencia de determinados eventos (Martínez Moreno 2009, 52-53). También se reconocen convenios entre los accionistas para la enajenación de acciones a través de ofertas públicas (Martínez Moreno 2009, 56).
- Sobre el derecho de preferencia: permite pactar la enajenación y demás actos jurídicos relacionados al dominio, disposición o ejercicio del derecho de preferencia, independientemente que dichos actos se celebren con otros accionistas de la sociedad o terceros (Martínez Moreno 2009, 54).
- Sobre el derecho de voto: fueron mencionados anteriormente como *voting trusts* o sindicación de votos, en donde los accionistas acuerdan el ejercicio del derecho de voto conjuntamente (Martínez Moreno 2009, 55).

6.3.2.2.4 Protección de accionistas minoritarios

En relación con los accionistas minoritarios, Alvarado Velásquez y otros indican que una de las ventajas de las SAPIs dentro de las operaciones de capital de riesgo es la regulación sobre los derechos de los accionistas minoritarios (Alvarado Velásquez, y otros 2016, 74). De esta manera, en base a los comentarios de varios autores, se presenta una comparación entre el tratamiento de los derechos de los accionistas minoritarios en la SAPI y aquel dado en la Sociedad Anónima convencional (Alvarado Velásquez, y otros 2016, 75) (Martínez Moreno 2009) (Secretaría de Economía de México s.f.) (González 2010):

- A diferencia de la SA donde requieren del 25% del capital social, en la SAPI, los accionistas que individual o colectivamente representen el 10% del mismo tendrán el

derecho de designar y revocar en Asamblea General a un miembro del Consejo de Administración⁸³ y, en caso de ser aplicable, también a un comisario⁸⁴.

- A diferencia de las SA donde requieren del 33% del capital social, en la SAPI, los accionistas que individual o colectivamente representen el 10% del mismo podrán convocar a Asamblea General de Accionistas para tratar los temas a los que tengan derecho a voto. El mismo 10% aplica para el aplazamiento de tres días por una sola ocasión sobre las decisiones en las cuales no se consideren suficientemente informados.
- A diferencia de las SA donde requieren del 33% del capital social, en la SAPI, los accionistas que individual o colectivamente representen el 20% del mismo podrán oponerse judicialmente a las resoluciones de la Asamblea General de accionistas que contravengan los estatutos de la sociedad o cualquier otra disposición legal. Los accionistas que ejerzan este derecho deberán tener derecho a voto sobre el asunto en cuestión.
- A diferencia de las SA donde requieren del 33% del capital social, en la SAPI, los accionistas que individual o colectivamente representen el 15% del mismo podrán ejercer una acción civil de responsabilidad contra los administradores de la sociedad o, de ser el caso, el comisario, sin que sea necesaria una decisión de la Asamblea General de Accionistas. Este derecho aplica independientemente de ser accionistas con derecho a voto, limitado, restringido o en su ausencia.

6.3.2.2.5 Inversión escalonada

La inversión escalonada fue resaltada por Solórzano, Carvajal y otros, en donde se señala que el vínculo entre el inversionista y el fondo se da a través de un Compromiso de Capital, en donde el inversionista se compromete a aportar una cantidad determinada de capital en la medida que sea solicitado (Solórzano, Carvajal, y otros, Guía rápida para organizar fondos de capital privado en México II 2015). En este sentido, se señala que el Compromiso de Capital constituirá una promesa irrevocable y exigible para aportar, por lo

⁸³ El Consejo de Administración es un órgano colegiado que se encargará de la gestión y administración de una sociedad, excepto por aquellas prohibiciones de la ley societaria mexicana y las facultades especiales individuales otorgadas en la escritura social de la sociedad (Martínez Moreno 2009, 56-57). En el caso de la SAPI, a diferencia de la sociedad anónima donde se podrá optar por un administrador único o un Consejo de Administración, deberá tener como órgano de administración a este último (Martínez Moreno 2009, 63).

⁸⁴ En México, el comisario tiene la función cumple el rol de vigilancia de la sociedad (Martínez Moreno 2009, 81). En el caso particular de la SAPI, la sociedad podrá elegir el régimen de vigilancia aplicable a la sociedad anónima o a la sociedad anónima bursátil (Martínez Moreno 2009, 81).

que su incumplimiento, podrá derivar en acciones de responsabilidad en contra del inversionista que no cumpla (Solórzano, Carvajal, y otros, Guía rápida para organizar fondos de capital privado en México II 2015).

De la misma manera, en estos autores señalan que a medida que se presenten oportunidades de inversión, el fondo requerirá que los inversionistas contribuyan una cantidad determinada de efectivo, que tendrá como límite, el aporte total comprometido en el Convenio de Suscripción celebrado previamente (Solórzano, Carvajal, y otros, Capital Privado 2015).

6.3.2.2.6 Compensación

En el estudio de EY, se reconocen cuatro fuentes de ingresos para los fondos de capital privado, los mismos que serían aplicables a los fondos de capital emprendedor (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 47):

- i) Cuotas de administración o *management fee*: Dirigida a cubrir los gastos administrativos del fondo de alrededor 1.5-2-5% calculado sobre el tamaño del fondo. Solórzano, Carvajal y otros indican que la cuota por administración sería entre 2-3% sobre el capital efectivamente contribuido (Solórzano, Carvajal, y otros, Capital Privado 2015).
- ii) *Carried interest*: Rendimientos a favor del administrador del fondo una vez se haya pagado el capital aportado a los inversionistas, además del cumplimiento de una tasa mínima de retorno previamente acordada, conocida como rendimiento preferente (*hurdle rate*).
- iii) Rendimientos proporcionales por encima del *hurdle rate*: Los rendimientos por encima del *hurdle rate* reparten de manera proporcional a los inversionistas y al administrador, normalmente de 80% para los primeros y 20% para el segundo.
- iv) Otros ingresos: Se podrán generar otras fuentes de ingresos como cuotas por participar en el consejo de administración de la empresa, servicios de consultoría, banca de inversión, entre otros.

6.3.2.2.7 Distribución de rendimientos

En relación a la distribución de rendimiento de los fondos de capital de riesgo en México, el informe de EY indica que cuando el fondo recibe distribuciones por parte de las empresas

objetivo, estos estarán obligados de redistribuirlos automáticamente a los inversionistas (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 47).

De la misma manera, Martínez Moreno indica que, en el caso de la SAPI, esta sociedad podrá emitir acciones distintas a las señaladas en los artículos 112 y 113 de la ley societaria mexicana que limiten o amplíen los derechos sobre el reparto de utilidades u otros derechos económicos especiales, con excepción de lo señalado en el artículo 112 de la misma norma societaria relativa a la prohibición de excluir a uno o más accionistas de participar en las ganancias (Martínez Moreno 2009, 21). Además, este mismo autor señala que la SAPI podrá emitir acciones preferentes con derecho a un dividendo mayor a las acciones regulares, que, a cambio de lo anterior, gozarán de derechos plenos para el ejercicio del voto (Martínez Moreno 2009, 21).

Por otro lado, Solórzano, Carvajal y otros identifican una cascada de distribución de acuerdo al siguiente orden (Solórzano, Carvajal, y otros, Guía rápida para organizar fondos de capital privado en México II 2015): i) A favor de los inversionistas, hasta que hayan recibido el total de sus aportes de capital; ii) A favor de los inversionistas, hasta que hayan recibido un retorno referente (*hurdle rate* del 8%) sobre los montos distribuidos en el primer nivel; iii) A los promotores, hasta que hayan recibido un “*catch up*” equivalente a un porcentaje (20%) de las cantidades distribuidas en el primer y segundo nivel; y, iv) el remanente a favor de inversionistas y promotores (*carried*) hasta que hayan recibido, por ejemplo, 80% y 20%, respectivamente.

De la misma manera, estos autores especifican dos estilos de cálculo del *carried interest* (Solórzano, Carvajal, y otros, Guía rápida para organizar fondos de capital privado en México II 2015). En primer lugar, en el estilo americano los promotores (GP) reciben un *carried interest* sobre cualquier inversión exitosa, sujeto a cláusulas *clawback*⁸⁵ que compensen ganancias con pérdidas futuras a fin de evitar un pago en exceso al promotor (Solórzano, Carvajal, y otros, Guía rápida para organizar fondos de capital privado en México II 2015). En segundo lugar, estos mismos autores reconocen que en el estilo europeo el pago del principal y preferente a favor de los inversionistas tiene preferencia sobre el *carried interest*

⁸⁵ Para garantizar el *clawback* se plantea el uso de cuentas *escrow* o una cuenta separada independiente del promotor

a favor del promotor (Solórzano, Carvajal, y otros, Guía rápida para organizar fondos de capital privado en México II 2015). Finalmente, señalan que el estilo americano generaría mayores beneficios al promotor; mientras el europeo sería más favorable para los inversionistas (Solórzano, Carvajal, y otros, Guía rápida para organizar fondos de capital privado en México II 2015).

6.3.2.2.8 Desinversión

En relación a la desinversión, el informe de EY señala que un desafío para el desarrollo de la industria de capital emprendedor en México es la salida de la inversión, específicamente para las inversiones de capital emprendedor y semilla (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 19). En este sentido, se indica que la CMIC desarrolló un mercado *over the counter* (OTC) denominado “Negocios extrabursátiles” en 2007 (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 19). El objetivo de esta plataforma era desarrollar un mercado secundario de desinversiones de capital privado, a través de facilitar el encuentro entre inversionistas institucionales y empresas quienes desarrollarían transacciones privadas de acciones, títulos de rendimiento fijo y venta de empresas en México (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 19). Adicionalmente, dentro del OTC, se incluían servicios de apoyo al usuario en temas de estructuraciones, compraventas y cierre de operaciones, incluyendo diversos actores como fiscalistas, abogados, bancos de inversión, consultores, contadores, entre otros (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 20)⁸⁶.

Por otro lado, se estableció el uso de estrategias de salida más eficientes a través de derechos *drag along* y *tag along* en las SAPIs, los cuales cobran importancia para prever un escenario de venta total, porcentaje específico o de las acciones mayoritarias de una sociedad una vez concluido el periodo de inversión (González 2010)⁸⁷. De la misma manera, se pronuncia Alvarado Velásquez y otros quienes definen al *drag-along* como el derecho de

⁸⁶ En (Murray, y otros 2012, 13) se reconoce un mecanismo de salida de similares características es el ChiNext, el cual es descrito como un mercado de valores “over the counter” que funcionaría como canal de venta de las inversiones de capital de riesgo en China. A marzo de 2012, una de cada tres firmas listaban en ChiNext, levantando capital por USD 28 billones para empresas en crecimiento (Murray, y otros 2012, 13).

⁸⁷ En el *drag along*, cuando un tercero está interesado en comprar acciones de la sociedad, un accionista, generalmente el mayoritario, podría obligar a los demás a vender junto a él por el monto requerido por el tercero. En el *tag along*, cuando un socio mayoritario desea vender sus acciones a un tercero con el cual los minoritarios no desean una relación societaria, los minoritarios podrían obligar al mayoritario a unirlos a prorrata bajo los términos de la venta principal, aun cuando el tercero no haya tenido la intención de adquirir estas acciones originalmente. (Alvarado Velásquez, y otros 2016, 78)

determinados accionistas de exigir a uno o varios accionistas la enajenación de su participación accionaria en la sociedad cuando exista un comprador interesado en adquirir una parte o la totalidad de las acciones en circulación (Alvarado Velásquez, y otros 2016, 90 y 160). De acuerdo a los autores, el *drag-along* es un mecanismo de protección de los accionistas mayoritarios (Alvarado Velásquez, y otros 2016, 160). Por otro lado, estos mismos autores, definen al *tag-along* como el derecho por el cual un accionista minoritario podrá adherir sus acciones a una posible enajenación de algún accionista mayoritario, en los mismos términos y condiciones (Alvarado Velásquez, y otros 2016, 90).

En términos similar, Martínez Moreno señala que una de las facultades que tienen los accionistas dentro de una SAPI es celebrar convenios respecto a la salida de la inversión a través de derechos *drag-along*, *tag-along* y, opciones *put* y *call* (Martínez Moreno 2009, 52-53). En primer lugar, una cláusula *drag-along* reconocerá que uno o más accionistas, que deseen enajenar la totalidad o parte de sus acciones, solo podrán hacerlo cuando el adquirente se obligue a adquirir una parte o el total de las acciones de uno u otros accionistas en iguales condiciones (Martínez Moreno 2009, 52). En el caso de la SAPI, el autor señala que existirá la obligación que el accionista mayoritario incluya a un accionista minoritario dentro de la enajenación (Martínez Moreno 2009, 52).

En segundo lugar, una cláusula *tag-along* señala que uno o varios accionistas podrán exigir la enajenación de parte o el total de sus acciones cuando otro accionista haya acordado la enajenación de sus acciones en iguales condiciones (Martínez Moreno 2009, 53). En el caso de la SAPI, el accionista minoritario podrá adherirse a la enajenación pactada por un accionista mayoritario a través de la inclusión de sus acciones dentro de la operación (Martínez Moreno 2009, 53).

En tercer lugar, se reconoce el establecimiento de opciones de compra (*call*) y opciones de venta (*put*) que condicionan la compra o venta de las acciones de la SAPI a los siguientes supuestos (Martínez Moreno 2009, 53): i) Que uno o varios accionistas tengan derecho a enajenar o adquirir de otro accionista, quien deberá estar obligado a enajenar o adquirir según corresponda, la totalidad o parte de la tenencia accionaria objeto de la operación, a un precio determinado o determinable; y ii) Que uno o varios accionistas queden obligados a suscribir

y pagar cierto número de acciones representativas del capital social de la sociedad a un precio determinado o determinable.

Finalmente, en el informe de EY se reconoce como las principales estrategias de desinversión a las siguientes (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 53): i) recompra de acciones por la empresa (*buyback*); ii) venta de las acciones a un nuevo socio; iii) venta de las acciones a un fondo de capital emprendedor o privado; iv) venta de la empresa a un comprador estratégico; v) fusión con otra empresa; vi) oferta pública inicial⁸⁸.

6.3.2.2.9 Aspectos fiscales

En relación a los aspectos fiscales, el informe de EY reconoce que el FICAP, el Fideicomiso no empresarial y el LPQ serán vehículos de inversión fiscalmente transparentes; es decir, las utilidades generadas por sus operaciones no estarán sujetas al impuesto a la renta corporativo; solo se generará la obligación tributaria respecto a la ganancia de capital individual de cada inversionista (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 49).

De la misma manera, Solórzano, Carvajal y otros señalan que en el caso del FICAP la transparencia fiscal estará sujeta a los siguientes requisitos (Solórzano, Carvajal, y otros, Capital Privado 2015): i) que al menos el 80% del patrimonio del fideicomiso esté invertido en empresas mexicanas no listadas en bolsa, mientras el restante se invierta en valores a cargo del Gobierno Federal inscritos en el Registro Nacional de Valores o en acciones de fondos de inversión en instrumentos de deuda; ii) que las acciones de las empresas objetivo no sean vendidas en un periodo menor a dos (2) años desde la fecha su adquisición; iii) que el fideicomiso tenga una duración máxima de 10 años; iv) que se distribuyan anualmente el 80% de las utilidades; y, v) que se cumplan con los requisitos establecidos en la Resolución Miscelánea Fiscal.

⁸⁸ Respecto a la oferta pública inicial, (EY, Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México 2015, 53) señala que esta es la salida que, por lo general, genera los mayores rendimientos; no obstante, su viabilidad es complicada en México por la falta de profundidad del mercado bursátil, sus requisitos y los altos costos de colocación.

En el caso del fideicomiso no empresarial, como fue señalado anteriormente, se exige que para el tratamiento de transparencia fiscal el 90% de los ingresos del fideicomiso sean de carácter pasivo (Solórzano, Carvajal, y otros, Capital Privado 2015).

Por otro lado, en el caso de la SAPI, no existe un régimen de transparencia fiscal, siendo que el tratamiento fiscal es el mismo aplicado a la sociedad anónima (Alvarado Velásquez, y otros 2016, 101).

6.3.2.2.10 Derechos de preferencia

Sobre los derechos de preferencia, Martínez Moreno indica que estos por lo general se refieren al derecho de suscripción preferente de un accionista en casos de aumento de capital (Martínez Moreno 2009, 26). Es así, como a diferencia de la sociedad anónima convencional, en la SAPI existe una disposición legal en la Ley del Mercado de Valores que expresamente permitirá que los accionistas de la SAPI convengan entre ellos o con terceros, enajenaciones y otros actos jurídicos relativos al dominio, disposición o ejercicio del derecho de suscripción preferente (Martínez Moreno 2009, 26).

6.3.2.2.11 Conflictos de interés

En relación a los conflictos de interés, Solórzano, Carvajal y otros señalan que, a pesar de no ser obligatorio, es recomendable que los Promotores del Fondo establezcan comités para la evaluación sobre la pertinencia de una inversión, así como la resolución sobre conflictos de intereses que podrían surgir entre los promotores y la potencial inversión (Solórzano, Carvajal, y otros, Guía rápida para organizar fondos de capital privado en México II 2015). De esta manera, se señala que, si bien estas resoluciones no eran vinculantes, las decisiones del fondo tenderían a ser más objetivas (Solórzano, Carvajal, y otros, Guía rápida para organizar fondos de capital privado en México II 2015).

6.3.3 El capital de riesgo (VC) en Chile

6.3.3.1 La participación del Estado en el desarrollo del VC

Romaní, Atienza y Amorós señalan que el principal antecedente en la promoción del capital de riesgo en Chile a la promulgación del D.L. 18.815 en el año 1989, que creó y clasificó tres tipos de fondos de inversión públicos: Inmobiliario, *Securities* y los Fondos de

para el Desarrollo de Empresas (FIDE) (Romaní, Atienza y Amorós, Financing entrepreneurial activity in Chile: scale and scope of public support programs 2009, 58). Precisamente, los FIDEs eran fondos de inversión administrados por una administradora de fondos de inversión regulada por el D.L. 18.815 con la finalidad de invertir en empresas con alto potencial de innovación y, consecuentemente, de alto riesgo (Romaní, Atienza y Amorós, Financing entrepreneurial activity in Chile: scale and scope of public support programs 2009, 58). De esta manera, se reconocían las siguientes características de los FIDEs (Romani Chocce 2003, 7-9):

- Los principales aportantes eran las Administradoras de Fondos de Pensión (AFPs) que representaban el 71% del total de aportantes. Le seguían organismos internacionales como el *International Finance Corporation* – IFC e inversionistas nacionales, con aportaciones menores al 3% del total⁸⁹.
- Las inversiones estaban dirigidas a sectores más tradicionales como infraestructura y servicios (69%), comercio (9%), pesca (7%), inmobiliario (5%), transportes y comunicaciones (4%, cada uno) y forestal (2%). Se resaltó que no existieron inversiones en *high tech*.
- Los criterios de inversión incluían la rentabilidad de los proyectos y la calidad de la gerencia. Otros factores incluían la forma de salida, el tamaño del mercado y el potencial del negocio.
- El objeto de inversión incluía tanto a proyectos como a MYPEs, existiendo preferencia por empresas ya constituidas.
- El monto de inversión mínimo era de US\$ 200,000 y el máximo entre US\$ 3M – 5M.
- El plazo de inversión era entre 3 y 6 años con retorno entre 21-30% en promedio.
- Los costos de administración eran entre 0-2% anual.

No obstante, Romaní, Atienza y Amorós indican que, a pesar de una serie de reformas al D.L 18.815, el mercado de capital de riesgo no pudo consolidarse en Chile durante la década de 1990 (Romaní, Atienza y Amorós, Financing entrepreneurial activity in Chile: scale and scope of public support programs 2009, 58). Dentro de los factores que habrían

⁸⁹ En (EY, Reporte de Venture Capital y Private Equity: Una mirada a Chile, la región y el mundo 2016, 12), que recién en el año 1990 se autorizó a las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPs) para invertir hasta el 5% de los activos bajo su administración en FIDEs.

limitado la generación de FIDEs se señalan la complejidad de las regulaciones, la ausencia de *know how* y las bajas comisiones por administración (Jimenez 2007). De igual manera, se indica que los fondos de pensión, principales aportantes de los FIDEs, influían en que la mayoría de sus inversiones se dirigiera a empresas maduras (Romaní, Atienza y Amorós, Financing entrepreneurial activity in Chile: scale and scope of public support programs 2009, 58).

Un aspecto importante en el desarrollo del capital de riesgo en Chile ha sido el rol de la Corporación de Fomento de la Producción (CORFO), cuya primera actividad fue en el año 1997 a través del programa de cuasi-capital “Programa de Financiamiento a Fondos de Inversión (F1)” cuyo objetivo era promover la industria de capital de riesgo en Chile y reducir la brecha de acceso al financiamiento (*equity gap*) a través del ofrecimiento de créditos a largo plazo a los FIDEs (Romaní, Atienza y Amorós, Financing entrepreneurial activity in Chile: scale and scope of public support programs 2009, 59-60) (EY, Reporte de Venture Capital y Private Equity: Una mirada a Chile, la región y el mundo 2016, 12). Dentro de los resultados de este primer programa destacan el cofinanciamiento de 15 fondos de capital de riesgo que, a su vez, invirtieron en 48 empresas objetivo, mayoritariamente en etapa post *start-up* (Romaní, Atienza y Amorós, Financing entrepreneurial activity in Chile: scale and scope of public support programs 2009, 60).

En la misma línea de ideas, resaltan Romaní, Atienza y Amorós que, en el año 2005, CORFO participó en el comité “Innova Chile”, con el objetivo de impulsar el sistema de innovación nacional, competitividad y actividad emprendedora (Romaní, Atienza y Amorós, Financing entrepreneurial activity in Chile: scale and scope of public support programs 2009, 59). Dentro de las áreas con mayor apoyo de Innova Chile a 2007 destacaron las incubadoras de negocios, el capital semilla, el soporte tecnológico y las redes de inversionistas ángeles (Romaní, Atienza y Amorós, Financing entrepreneurial activity in Chile: scale and scope of public support programs 2009, 59). De la misma manera, en el mismo año 2005 se lanzó el “Programa de Financiamiento a Fondos de Inversión para el Fomento del Capital de Riesgo (F2)”.

Así, de acuerdo a información de la Asociación Chilena de Administradoras de Fondos de Inversión (ACAFI) en el año 2007, solo 9 de 52 fondos de inversión públicos se

podrían definir como fondos de capital de riesgo, administrando una cartera de US\$ 146M (0.17% del PBI chileno) (Romaní, Atienza y Amorós, Financing entrepreneurial activity in Chile: scale and scope of public support programs 2009, 60). Respecto a los fondos de capital de riesgo privados, se señala que a 2007 existían 12 fondos cofinanciados a través de préstamos de CORFO y cuyo monto variaba dependiendo del grado de innovación y tamaño de las pequeñas y medianas empresas objeto de inversión (Romaní, Atienza y Amorós, Financing entrepreneurial activity in Chile: scale and scope of public support programs 2009, 60). Dentro de los resultados a 2007, se señala que el financiamiento de CORFO podría ser hasta tres veces el capital privado del fondo condicionado a que se dirija a inversiones en pequeñas y medianas empresas con alto potencial de crecimiento en las etapas de capital semilla, *start-up* y capital de crecimiento (*growth capital*); administrando un capital de US\$ 52.3M; y cuyas cifras indicaban la inversión indirecta en 29 empresas (Romaní, Atienza y Amorós, Financing entrepreneurial activity in Chile: scale and scope of public support programs 2009, 61).

No obstante, dentro de las cifras totales de fondos de capital de riesgo, estos mismos autores señalan que Chile aún no tendría una industria de capital de riesgo consolidada, considerando las siguientes cifras: i) inversiones por US\$ 200M (0.23% del PBI); ii) 21 fondos de capital de riesgo, 12 privados y 9 públicos; e, iii) inversiones en 82 empresas objetivo (Romaní, Atienza y Amorós, Financing entrepreneurial activity in Chile: scale and scope of public support programs 2009, 61).

En la misma línea de ideas, las cifras de fondos de capital de riesgo a 2016 presentadas en un informe de EY incluyen las siguientes (EY, Reporte de Venture Capital y Private Equity: Una mirada a Chile, la región y el mundo 2016, 18, 23): i) Inversiones valorizadas en USD 415M (387.6M en fondos privados y 29.3M en fondos públicos); ii) 35 fondos de capital de riesgo (33 privados y 2 públicos); iii) Inversión en 191 empresas; y, iv) los fondos que tienen financiamiento de CORFO representan el 49% de la industria, con un desembolso de USD 355.9M, representando el 63.5% del total de fondos.

Posteriormente, CORFO a partir del año 2006 incluyó, dentro de su oferta de apoyo al desarrollo de la industria de capital de riesgo, los siguientes programas: i) “Programa de Financiamiento a Fondos de Inversión de Capital de Riesgo (F3)” en 2006; ii) “Programa de

Inversión Directa de CORFO en Fondos de Inversión (K1) en 2008; iii) “Fondo Minero Fénix: Fondo de Exploración Minera Fénix” en 2011.

Adicionalmente, es preciso señalar que, en la actualidad, CORFO cuenta con tres programas de fomento de la industria de capital de riesgo (EY, Reporte de Venture Capital y Private Equity: Una mirada a Chile, la región y el mundo 2016, 26): i) “Fondo de Desarrollo y Crecimiento (FC)”, creado en el año 2012 y cuyas empresas objetivo deberán tener un patrimonio igual o menor a UF⁹⁰ 200K; ii) “Capital de Riesgo para Empresas Innovadoras (FT)”, creado en el año 2012 y cuyas empresas objetivo deberán tener un patrimonio menor a UF 50K; y, iii) “Fondos de Etapas Tempranas Tecnológicas (FET)”, creado en el año 2015 y cuyas empresas objetivo deberán tener ventas anuales que no superen UF 5K. A continuación, se presentarán dos cuadros que resumen las características y montos del financiamiento de CORFO, a diciembre de 2015, sobre los programas antes señalados:

Características de los financiamientos de CORFO								
Objetivos	F1	F2	F3	K1	Fénix	FT	FC	FET
Año de creación	1997	2005	2006	2008	2011	2012	2012	2015
Apalancamiento	1 vez el capital	3 veces el capital	2:1 subiendo a 3:1 si hay innovación	No. Sólo capital hasta 40%	2:1 el capital	2:1 a 3:1 (condicionado)	1:1 a 1,5:1 (condicionado)	3:1 a 3,9:1 (condicionado)
Patrimonio de Empresas	Al inicio desde US\$4 MM, luego subió a US\$20 MM	Hasta US\$4 MM	Hasta US\$4 MM	No se define, ventas < US\$16 MM	No superior a 200.000 UF	No superior a 50.000 UF	No superior a 200.000 UF	Menos de 36 meses de y ventas <5.000 UF
Estado Actual	Cerrado	Cerrado	Cerrado	Cerrado	Cerrado	Vigente	Vigente	Vigente

Figura 9: (EY, Reporte de Venture Capital y Private Equity: Una mirada a Chile, la región y el mundo 2016, 26)

⁹⁰ UF: Siglas para Unidad de Fomento. La Unidad de Fomento (UF) al 31/12/16 oscilaba ligeramente por encima de CLP 26,000, según la página oficial de Servicios de Impuestos Internos: <http://www.sii.cl/pagina/valores/uf/uf2016.htm>

**Montos comprometidos y desembolsados en Fondos con Financiamiento de CORFO
2015**

Programa de Financiamiento	Comprometidos Corfo		Desembolsados		Comprometidos Privados	
	US\$MM	%	US\$MM	%	US\$MM	%
F1	16,74	3%	15,91	4,47%	16,74	5,36%
F2	64,94	12%	58,62	16,47%	21,65	6,93%
F3	242,11	43%	190,91	53,64%	121,06	38,74%
K1	13,71	2%	8,25	2,32%	5,49	1,76%
Fénix	89,49	16%	48,25	13,56%	44,74	14,32%
FT	60,99	11%	26,27	7,38%	30,50	9,76%
FC	72,34	13%	7,72	2,17%	72,34	23,15%
Total	560,33		355,92		312,51	

Figura 10: (EY, Reporte de Venture Capital y Private Equity: Una mirada a Chile, la región y el mundo 2016, 26)

6.3.3.2 Las características de los fondos VC

Para determinar las características de los fondos de capital de riesgo en Chile, se ha considerado aquellas reconocidas en los programas de fomento de CORFO, considerando que gran parte de los fondos de capital de riesgo en Chile cuentan con financiamiento de dicha institución (Romaní, Atienza y Amorós, Financing entrepreneurial activity in Chile: scale and scope of public support programs 2009, 60). Para ello, se han incluido los programas vigentes a la fecha (CORFO, Fondos de Capital de Riesgo 2015, 17): i) “Fondo de Desarrollo y Crecimiento (FC)”;

ii) “Capital de Riesgo para Empresas Innovadoras (FT)”;

y, iii) “Fondos de Etapas Tempranas Tecnológicas (FET)”. Adicionalmente, se han considerado otras características o complementos de las mismas en base a fuente externas. Estas características serán asumidas preliminarmente como los factores críticos de éxito de la experiencia chilena.

6.3.3.2.1 Las partes

En el reporte de EY se reconoce que la estructura por la cual se realizan las operaciones de capital de riesgo, en su mayoría, es a través de un fondo de inversión, cuyo patrimonio estará integrado por los aportes de inversionistas privados, en la mayoría de los casos apalancados por el financiamiento de CORFO, y que será administrado por una sociedad anónima a fin de cumplir con la finalidad de invertir en las empresas objetivo a través de

cuotas de participación no rescatables (EY, Reporte de Venture Capital y Private Equity: Una mirada a Chile, la región y el mundo 2016, 25).

De la misma manera, un grupo de ejecutivos chilenos de *Private Equity* y *Venture Capital* señalaron que, dentro de las principales fuentes de financiamiento para la industria, se encuentran las *Family Offices* y los Individuos de Alto Patrimonio (EY, Reporte de Venture Capital y Private Equity: Una mirada a Chile, la región y el mundo 2016, 41). Por otro lado, se indica que los fondos de pensiones y las compañías de seguros seguirían enfrentando restricciones para invertir en esta industria, destacando que los fondos de pensiones son los principales actores del mercado de capitales chileno; sin embargo, tendrían una participación menor al 1% de sus activos en *Private Equity* y *Venture Capital* (EY, Reporte de Venture Capital y Private Equity: Una mirada a Chile, la región y el mundo 2016, 41, 46).

En lo relativo a los programas de CORFO, se reconoce la existencia de un administrador del fondo de inversión y de inversionistas que actuarían como aportantes, destacando ciertas características. La primera de ellas es que, cuando se trate de fondos de inversión privados, se deberán incluir un mínimo de cuatro (4) aportantes no vinculados directa o indirectamente, en donde el aporte mínimo de cada inversionista deberá ser igual o mayor al 10% de las cuotas pagadas al fondo (CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 15) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 15) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 17).

De igual manera, en los tres programas se permite una composición distinta en caso se incluya a uno o más inversionistas institucionales que representen el 50% del patrimonio del fondo (CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 15) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 15) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 17). Así mismo, se señalan límites de participación para la administradora y/o sus vinculadas, reconociendo límites de 10% (FC), 20% (FT) y 20% (FET), respectivamente; no obstante, la administradora de los fondos podrá proponer al Comité de Capital de Riesgo una estructura de aportantes distinta a la antes señalada siempre que acredite instancias y mecanismos efectivos de gobierno corporativo del fondo y control de potenciales conflictos de interés (CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012,

16) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 16) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 17).

6.3.3.2.2 Financiamiento de CORFO

En los tres programas de CORFO, se ha optado por otorgar apalancamiento a los fondos de inversión a través de una línea de crédito a 10 años, prorrogable por 2 años adicionales, a fin que estos inviertan en las empresas objetivo de cada programa y con el compromiso de los administradores de participar activamente, directamente o a través de mandatarios, agentes o representantes, en la gestión de las empresas receptoras de los recursos (CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 4) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 4) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 4).

Vale precisar, que las líneas de crédito deberán ser solicitadas por las administradoras de los fondos, reconociendo los límites inferiores y superiores que rigen para cada programa: i) FC (Mín. UF 100,000 y Max. UF 550,000); ii) FT (Min. UF 50,000 y Max. UF 350,000); y, iii) FET (Min. UF 50,000 y Max. UF 300,000) (CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 6) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 6) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 6).

Otra característica dentro de los programas de CORFO es la relación entre la deuda y el capital que deberán mantener los fondos durante su participación en los programas, la misma que corresponde al nivel de apalancamiento de cada programa en particular. En este sentido, para el caso del FC, la razón deuda CORFO/Capital deberá ser máximo 1:1 (CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 6). Podrá existir un aumento en la línea del 50%, en donde la razón será 1.5:1, siempre que se haya invertido 50% de los recursos del fondo en las empresas objetivo y se cumplan una serie de requisitos adicionales (CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 7).

Por otro lado, en el caso del FT, la razón deuda CORFO/Capital deberá ser máximo 2:1 (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 6). Podrá existir un aumento en la línea del 50%, en donde la razón será 3:1, siempre que se haya invertido 50% de los recursos del fondo en las empresas objetivo y se cumplan una serie de requisitos adicionales (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 7).

Finalmente, en el caso del FET, la razón deuda CORFO/Capital deberá ser máximo 3:1 (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 6). Podrá existir un aumento en la línea del 30%, en donde la razón será 3.9:1, siempre que se haya invertido 50% de los recursos del fondo en las empresas objetivo y se cumplan una serie de requisitos adicionales (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 7).

Respecto a los intereses que genera el financiamiento, en el caso del FC y FT se devengarán intereses a la tasa anual BCU a 10 años para los créditos expresados en UF, sin embargo, estos se pagarán en la liquidación del fondo (CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 8) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 8). Además, será aplicable un interés adicional al momento de liquidación del fondo (CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 8) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 8). Vale precisar que, en caso no se liquide el fondo antes de la fecha de vencimiento del crédito, se devengará un interés penal a favor de CORFO (CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 9) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 9). Por otro lado, en el caso del FET, se devengarán intereses a la tasa anual BCU a 10 años + 5% para los créditos expresados en UF, también pagados en la liquidación del fondo (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 8). Lo restante sobre el interés adicional y el interés moratorio será igual que los casos del FC y FT (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 10).

Finalmente, un elemento adicional de los programas de CORFO es la capacidad del fondo de solicitar caducidades y aumentos de la línea de crédito, en este último caso, manteniendo la razón deuda CORFO/Capital. En lo relacionado a las caducidades, en los tres programas se podrán solicitar caducidades de los recursos aprobados y no utilizados en caso que los aportantes originalmente definidos hayan desistido de su compromiso o cuando el flujo de proyectos no haya sido el esperado (CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 6) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 6) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 7). En los tres casos, la reducción no podrá ser mayor al 25% de la línea de crédito originalmente solicitada; no

obstante, el monto mínimo que deberá mantenerse en la línea de crédito para el FC será de UF 100,000, mientras que para el FT y FET será de UF 50,000 (CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 7) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 6) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 7).

En lo relativo a aumentos de la línea de crédito manteniendo la razón deuda CORFO/Capital, en los tres casos se podrán solicitar aumentos de la línea de crédito manteniendo la razón deuda CORFO/Capital hasta por un 25% adicional siempre que se cuenten con: i) promesas de suscripción; ii) no se vulneren los mínimos de aportantes y sus respectivas participaciones; iii) no se hayan solicitado reducciones ni se hayan producido caducidades; y iv) que las inversiones del fondo sean igual o mayores a 30% de la línea de crédito originalmente aprobada (CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 7) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 7) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 7). Vale precisar que en el caso del FET se descarta el punto iv) relativo al mínimo de inversiones de la línea de crédito dentro de los requisitos para solicitar el aumento (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 7).

6.3.3.2.3 Forma de inversión

De acuerdo al informe de EY, los fondos de capital de riesgo en Chile están enfocados en invertir en compañías desde sus etapas tempranas, en donde sería posible prever un alto potencial de crecimiento, desarrollo de nuevas tecnologías, modelos de negocio o propiedad intelectual, y rápido escalamiento (EY, Reporte de Venture Capital y Private Equity: Una mirada a Chile, la región y el mundo 2016, 18). De la misma manera, se enfatiza en que las inversiones de capital de riesgo estarían dirigidas a aquellas empresas con mayor potencial de crecimiento a fin de impulsar un rápido escalamiento del negocio (EY, Reporte de Venture Capital y Private Equity: Una mirada a Chile, la región y el mundo 2016, 16)⁹¹.

De la misma manera, en este reporte se indica que, dentro de las consideraciones de las inversiones de capital de riesgo, se incluyen la preferencia por industrias innovadoras, el rol

⁹¹ En (EY, Reporte de Venture Capital y Private Equity: Una mirada a Chile, la región y el mundo 2016, 16) se propone una cadena de financiamiento con las siguientes etapas y montos de inversión promedio (USD): i) Capital semilla (0-50K); ii) Inversionistas ángel (50-500K); iii) Capital de riesgo (500K-10M); iv) Capital de desarrollo (10-50M); v) Buyout (50M-más).

fundamental del emprendedor o fundador de la empresa y la inversión, generalmente, en participaciones minoritarias; incluyendo empresas en etapas nacientes (*early stage*) y otras en etapas de crecimiento (*growth*) (EY, Reporte de Venture Capital y Private Equity: Una mirada a Chile, la región y el mundo 2016, 18).

En relación a lo anterior, Amorós, Atienza y Romaní plantean la existencia de capital de riesgo informal y formal, los mismos que estarían destinados a cubrir distintas brechas de acceso al capital (Amorós, Atienza y Romaní 2008, 181). De esta manera, el capital de riesgo informal estaría cubierto por los inversionistas ángeles, con un monto de inversión entre US\$ 25,000-500,000 y posterior a la de etapa de los 3F (*friends, family and fools*) (Amorós, Atienza y Romaní 2008, 181). De la misma manera, luego de agotar la etapa de capital informal, surgirá la de capital formal, compuesta por montos de inversión de US\$ 500,000-5M y cuyos principales actores serían los fondos de capital de riesgo (Amorós, Atienza y Romaní 2008, 181).

Por otro lado, de acuerdo con el informe anual de CORFO a 2015, durante aquel año, los fondos financiados por CORFO realizaron inversiones en un total de 48 empresas por un total de US\$ 50.1M, de los cuales US\$ 26.2M correspondieron a inversiones en nuevas empresas (CORFO, Fondos de Capital de Riesgo 2015, 2). De la misma manera, se señala que los sectores de mayor preferencia de estos mismos fondos serían los siguientes (CORFO, Fondos de Capital de Riesgo 2015, 2): i) Tecnologías de la información y de las comunicaciones (19%); ii) Comercio (11.4%); y, iii) Exploración minera (11.1%).

De la misma manera, en una encuesta de percepción de ejecutivos de la industria de *Private Equity* y *Venture Capital*, se señala que dentro de los sectores económicos que generarían mayor interés para la inversión de los fondos de capital de riesgo se encuentran (EY, Reporte de Venture Capital y Private Equity: Una mirada a Chile, la región y el mundo 2016, 39): i) Servicios financieros; ii) Agroindustria; iii) Energía; iv) Minería; v) Retail; y, vi) TICs⁹².

⁹² En esta misma encuesta, se consultaron dos aspectos adicionales relacionados a los criterios de decisión para evaluar un país en el que se piense invertir y los criterios más importantes para evaluar una oportunidad de inversión. Respecto al primer punto, los inversionistas calificaron en cuatro categorías “muy importante”, “importante”, “levemente importante” y “sin importancia” para cada uno de los criterios evaluados, en donde, la categoría “muy importante” tuvo la siguiente valoración (EY, Reporte de Venture Capital y Private Equity: Una

Por otro lado, un aspecto importante respecto a la forma de inversión de los fondos de capital de riesgo en Chile será las características de las empresas objetivo de los programas de CORFO. En primer lugar, en el FC se incluirán a pequeñas y medianas empresas constituidas en Chile como Sociedad Anónima, Sociedad por Acciones o sociedades regidas por el Código de Minería, con alto potencial de crecimiento y que se encuentren en etapa de expansión (CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 3-4). El patrimonio de las empresas objetivo no deberá exceder UF 200,000 al momento de la primera inversión concretada con recursos del fondo (CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 5).

En segundo lugar, en el caso del FT, las empresas objetivo serán pequeñas y medianas empresas constituidas en Chile como Sociedad Anónima, Sociedad por Acciones o sociedades regidas por el Código de Minería, que se encuentren en etapas tempranas y presenten potencial de crecimiento e innovación (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 3-4). El patrimonio de las empresas objetivo no deberá exceder los UF 50,000 al momento de la primera inversión concretada con recursos del fondo (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 5).

En tercer lugar, en el caso de FET, se tratará de empresas constituidas en Chile como Sociedad Anónima, Sociedad por Acciones o sociedades regidas por el Código de Minería, que se encuentren en etapas tempranas de desarrollo y presenten potencial de crecimiento e innovación en sectores vinculados a la tecnología (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 2). Estas empresas deberán tener ventas anuales que no excedan las UF 5,000 al momento de la primera inversión concretada por el fondo, una antigüedad menor a 36 meses, en caso tenga un contralor o pertenezca a un grupo empresarial, deberá contar con un promedio anual de ingresos percibidos y devengados por ventas y servicios no mayores a UF 600,000 en los últimos 3

mirada a Chile, la región y el mundo 2016, 43): i) Estabilidad macroeconómica (64.7%); ii) Impuestos asociados (64.8%); iii) Marco regulatorio (64.7%); iv) Estabilidad política (62.9%); v) Experiencia en la industria (23.5%); y, vi) Actividad emprendedora (5.9%).

Por otro lado, los criterios más importantes para evaluar una oportunidad de inversión, en (EY, Reporte de Venture Capital y Private Equity: Una mirada a Chile, la región y el mundo 2016, 44), se incluyeron las mismas cuatro categorías antes señaladas, en donde la categoría “muy importante” tuvo la siguiente valoración: i) Equipo de trabajo (83.3%); ii) Modelo de negocios (50%); iii) Oportunidad de mercado (44.5%); iv) v) Propuesta de valor (38.9%); vi) Riesgo tecnológico (16.7%) y, vii) Nivel de innovación del proyecto (11.1%).

años comerciales (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 4).

Adicionalmente, se señalan dos elementos en común de los tres programas, en donde, en primer lugar, previa aprobación de CORFO, el fondo podrá invertir en una empresa domiciliada en el extranjero, la que inmediatamente deberá invertir tales recursos en una pequeña o mediana empresa legalmente constituida en Chile (CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 5) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 5) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 5). Además, previa autorización del Comité de Capital de Riesgo, el fondo podrá participar en la adquisición de parte de una sociedad matriz domiciliada en el extranjero que, a su vez, tenga propiedad sobre una empresa chilena en la que el fondo hubiese invertido previamente (siempre que se trate de la primera ronda de financiamiento en el extranjero); en donde es preciso señalar que, para determinar el patrimonio de la empresa, se considerará el patrimonio de la empresa chilena al momento de la primera inversión del fondo (CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 5) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 5) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 5).

En cuanto a la forma de inversión de los fondos financiados por CORFO, deberá considerarse que, en primer lugar, estos efectuarán aportes de capital que permitan adquirir participaciones parciales en el capital social de las empresas objetivo y secundariamente el otorgamiento de mutuos u operaciones de crédito (CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 3) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 3) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 2). De esta manera, la inversión en capital podrá efectuarse en la adquisición de acciones de primera emisión y/o, mediante la adquisición de acciones o participaciones sociales, de terceros y/o la adquisición de opciones (CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 5) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 5) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 5).

Por otro lado, los fondos también podrán invertir en bonos, efectos de comercio y otras modalidades de deuda convertible u otros títulos de deuda emitidos por las empresas

objetivo (CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 5); no obstante, en el FT y FET, las operaciones de deuda que no sean convertibles en capital solo serán válidas si el fondo ha realizado previamente aportes de capital a dicha empresa (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 4) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 4),

Así mismo, en los tres casos, el Reglamento Interno del fondo deberá incluir políticas de inversión, en donde se considerarán límites de inversión tendientes a diversificar el riesgo de los activos por el tipo de empresa, sectores, grupos económicos, límites de participación en cada sociedad, entre otros (CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 16) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 16) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 18). Además, en el caso del FET, señala que existirá un límite máximo de inversión del fondo en una empresa de 85% de su propiedad, así como la necesidad de incluir políticas de liquidez, diversificación y endeudamiento (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 18).

Por otro lado, los fondos financiados por CORFO estarán habilitados para dar un uso alternativo de sus recursos. Tal es el caso de los fondos que tengan inversiones en moneda extranjera, en donde podrán celebrar contratos de *forwards* y opciones de moneda, siempre que la finalidad sea de cobertura (CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 2) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 2) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 6).

Finalmente, en el caso de FC y FT se señala que, a fin de mantener adecuados niveles de liquidez, los fondos de estos programas podrán invertir en títulos estatales, depósitos a plazo, letras de crédito, bonos, títulos de deuda de corto plazo, títulos securitizados, cuotas de fondos mutuos y otros valores o instrumentos de oferta pública de acuerdo a los numerales 1) al 4), 6) y 7) del artículo 5 de la Ley 18.815 (CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 5) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 5). En el caso del FET, precisa que se incluirán títulos estatales, depósitos a plazo, letras de crédito, y bonos, títulos de deuda de corto plazo y títulos de deuda de securitización (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 5).

6.3.3.2.4 Inversión escalonada

Dentro de los elementos reconocidos en los tres programas de CORFO se encuentra la inversión escalonada. En primer lugar, señalan que, para postular al programa, los fondos deberán contemplar el pago de aportes en dinero efectivo o aportes comprometidos mediante Contratos de Promesa de Suscripción y Pago de Cuotas, los mismos que podrán estar condicionados a que CORFO otorgue la línea de crédito solicitada (CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 16) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 16) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 17). De la misma manera, se indica que, a partir de la fecha de suscripción del Contrato de Apertura de Línea de Crédito⁹³, el fondo podrá solicitar desembolsos con cargo a la línea aprobada (CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 11) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 11) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 11). Cada desembolso se efectuará contra suscripción de un Contrato de Mutuo y la acreditación de la inversión o préstamo formalizado con una empresa objetivo receptora de los recursos (CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 11) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 11) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 11).

Además, se señala que, en un plazo de 24 meses posteriores a la suscripción del Contrato de Apertura de Línea de Crédito, los fondos deberán acreditar inversiones por lo menos del 30% (FC), 30% (FT) y 40% (FET), respectivamente; el monto no utilizado sobre el porcentaje antes señalado se considerará caducado (CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 12) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 12) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 12). El mismo criterio aplicará para el plazo de 60 meses posteriores, donde se deberá acreditar inversiones por el 60% de la línea de crédito para el FC y FT; mientras para el FET, el plazo será de 48 meses posteriores e inversiones por el 80% de la línea de crédito aprobada (CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 12) (CORFO, Fondos Etapas

⁹³ Este contrato tendrá prevalencia sobre las normas del Reglamento Interno del fondo (18). En caso de modificación de este reglamento, ésta deberá ser informada y sujeta a aprobación de CORFO; quien tendrá derecho a objetar dichas modificaciones (18).

Tempranas (FT) 2012, 11-12) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 12).

6.3.3.2.5 Compensación

Otro elemento reconocido en los programas de CORFO es la compensación que le corresponderá a la administradora del fondo. En este sentido, en el caso de los tres programas, el Reglamento Interno del Fondo deberá incluir la comisión fija que cobrará la administradora, la misma que no podrá exceder de 2.5% anual, más IVA⁹⁴, durante el plazo del fondo y calculado en base a la suma de los aportes efectivamente comprometidos, el monto total de la línea de crédito aprobada y cualquier otro gasto con cargo al fondo (CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 17) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 17) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 18).

Por otro lado, en el mismo Reglamento Interno del Fondo se podrá establecer una comisión de éxito a favor de la administradora, la que se determinará y pagará en la liquidación del fondo, luego de deducidos y pagados la totalidad de los intereses y el capital del préstamo otorgado por CORFO, incluyendo el interés adicional, además de la devolución de la totalidad de aportes y, en el caso de FET, el eventual recupero por el pago de la cobertura en el marco del “Programa de Cobertura de Etapas Tempranas Tecnológicas” (CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 18) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 18) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 20).

6.3.3.2.6 Distribución de rendimientos

Respecto a la distribución de rendimientos en los tres programas de CORFO, en primer lugar, se señala que cada vez que el fondo reparta dividendos a sus aportantes, deberá pagar simultáneamente a CORFO un monto equivalente al producto de multiplicar la razón Deuda/Aportes del fondo por el monto distribuido a los aportantes (CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 8) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 8) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas

⁹⁴ IVA= Impuesto al valor agregado.

(FET) 2015, 9). Los montos pagados a CORFO se computarán como abono a los intereses devengados, en caso el monto exceda a los intereses, el excedente se abonará a capital (CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 8) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 8) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 9).

De igual manera, en los tres programas se reconoce una cadena de distribución de rendimientos, la misma que obliga que, al momento de liquidación del fondo, los montos restantes se distribuyan de acuerdo a un orden de prelación predeterminado. En el caso del FC y FT corresponderá el siguiente (CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 9) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 9):

- i. Reembolso o pago de los intereses devengados y no cancelados de los préstamos de CORFO.
- ii. Reembolso del capital de los créditos otorgados menos los abonos previos a capital, hasta la concurrencia del total del saldo de los montos a distribuir.
- iii. Reembolso a los aportantes del fondo. Para este punto no se considerarán los premios o preferencias que podrían tener unas series de cuotas, las que se considerarán el presente punto 5).
- iv. Pago del interés adicional a favor de CORFO.
- v. El pago del remanente de utilidades podrá ser distribuido entre los aportantes y la administradora de acuerdo a lo establecido en el Reglamento Interno del Fondo.

En el caso del FET, existen algunas variaciones respecto al orden y ciertos conceptos propios del programa, de acuerdo al siguiente detalle (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 9):

1. Reembolso del capital original de los créditos otorgados por CORFO menos los abonos previos a capital.
2. Reembolso de los aportantes del fondo. En caso exista más de una serie de cuotas, esta fase cubrirá aquellos que sean parte de la Serie A.

Se considerarán abonos de capital a los dividendos repartidos a los aportantes durante la vigencia del fondo.

3. Si correspondiera, restitución a CORFO ante un recupero de recursos por pago de cobertura atendiendo al programa “Cobertura de Etapas Tempranas Tecnológicas”.
4. Pago del interés adicional a favor de CORFO.
5. El remanente de utilidades se podrá distribuir entre los aportantes y administradora del fondo, de acuerdo a lo establecido en el Reglamento Interno del Fondo.

6.3.3.2.7 Desinversión

En el informe de EY, se señala que los cambios legales en el mercado de valores chileno constituyeron un impulso importante para fomentar el capital de riesgo en Chile (EY, Reporte de Venture Capital y Private Equity: Una mirada a Chile, la región y el mundo 2016, 12). Así, las primeras reformas se habrían dado a través de la promulgación de la Ley 19.705 (Ley de Oferta Pública de Adquisición) y la Ley 19.769, la misma que es conocida como la primera reforma al mercado de capitales (MK1) (EY, Reporte de Venture Capital y Private Equity: Una mirada a Chile, la región y el mundo 2016, 12). Como se señaló anteriormente, a través de MK1 se creó el Mercado de Empresas Emergentes y se estableció una exención a las ganancias de capital por tres años a las empresas realizando transacciones en dicho mercado (Amorós, Atienza y Romaní 2008, 185).

No obstante, señalan Amorós, Atienza y Romaní que MK1 no tuvo el efecto esperado en la promoción de la industria de capital de riesgo, por lo que se decidió promover la Ley 20.190, segunda reforma en el mercado de capitales (MK2) (Amorós, Atienza y Romaní 2008, 185). Los principales cambios instalados por MK2 incluyeron: i) exenciones a las ganancias de capital para los inversionistas que financien fondos de capital de riesgo; ii) ampliación por 8 años del plazo de la exención de la ley 19.769; iii) que CORFO pueda invertir hasta el 40% de las cuotas del fondo de capital de riesgo; y, iv) que los bancos puedan invertir un monto equivalente al 1% de sus activos en fondos de capital de riesgo.

Otro aspecto que considerar es el tratamiento regulatorio de los fondos de inversión en Chile, el mismo que varía dependiendo si se trata de un fondo público o un fondo privado

(EY, Reporte de Venture Capital y Private Equity: Una mirada a Chile, la región y el mundo 2016, 14). De esta manera, los fondos públicos podrán realizar ofertas públicas de valores y estarán sujetos a la regulación de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) en lo relacionado a la composición de su portafolio, límites de operaciones con partes relacionadas, entrega de información al público, gobierno corporativo, entre otras (EY, Reporte de Venture Capital y Private Equity: Una mirada a Chile, la región y el mundo 2016, 14). Por otro lado, los fondos privados no podrán realizar ofertas públicas de valores, por lo que también estarán exceptuados de la regulación de la mayoría de normas de la SVS (EY, Reporte de Venture Capital y Private Equity: Una mirada a Chile, la región y el mundo 2016, 14).

De la misma manera, Amorós, Atienza y Romaní señalan que los administradores de fondos de inversión y académicos reconocen que la falta de liquidez del mercado de valores chileno constituye una de las principales limitaciones para el proceso de desinversión (Amorós, Atienza y Romaní 2008, 187). Estos mismos autores indican que la mayoría de fondos de inversión en Chile habrían vendido su participación al accionista mayoritario como estrategia de desinversión, mientras solo una de ellas se habría desarrollado a través de una oferta pública de valores inicial (Amorós, Atienza y Romaní 2008, 187). Es así, como los autores señalan que el Mercado de Empresas Emergentes no habría cumplido con su objetivo de incorporar a las empresas pequeñas; por el contrario, habría sido utilizado indebidamente por empresas grandes dado los beneficios tributarios existentes para las operaciones desarrolladas a través de dicho mercado (Amorós, Atienza y Romaní 2008, 187).

Esta posición es compartida en el informe de EY donde se indica que para la mayoría de los inversionistas entrevistados, el principal obstáculo para el desarrollo de la industria de *Private Equity* y *Venture Capital* es la falta de alternativas de desinversión, dado la poca profundidad de la industria, especialmente en las etapas medianas con escasez de fondos que manejen entre US\$ 100,000-300,000 (EY, Reporte de Venture Capital y Private Equity: Una mirada a Chile, la región y el mundo 2016, 46).

De la misma manera, esta posición es compartida por Romaní, Atienza y Amorós, quienes señalan que el Mercado de Empresas Emergentes estaría funcionando solo para empresas grandes (Romaní, Atienza y Amorós, Financing entrepreneurial activity in Chile: scale and scope of public support programs 2009, 64). Así, señalan que la promoción del

acceso al capital (*equity funding*) y la salida a través del mercado de valores ha tenido poco impacto (Romaní, Atienza y Amorós, Financing entrepreneurial activity in Chile: scale and scope of public support programs 2009, 64).

Finalmente, en el caso de los programas de CORFO, se señala que los fondos podrán recibir en propiedad acciones de sociedades anónimas domiciliadas en el extranjero siempre que no tengan domicilio en un paraíso fiscal o tengan regímenes fiscales nocivos, como consecuencia de la enajenación total o parcial de las acciones de alguna de las empresas en la que el fondo hubiera invertido (CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 2) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 2) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 6)

6.3.3.2.8 Aspectos regulatorios y fiscales

Como fue señalado anteriormente por Romaní, Atienza y Amorós, la promulgación de la ley 19.769 (MK 1) en el año 2001, creó el Mercado de Empresas Emergentes, así como una exención a las ganancias de capital en aquellas empresas que realizaran transacciones a través de dicho mercado bursátil a fin de potenciar el financiamiento de empresas pequeñas de alto crecimiento (*high growth potential small firms*) (Romaní, Atienza y Amorós, Financing entrepreneurial activity in Chile: scale and scope of public support programs 2009, 59). De la misma manera, en el informe de EY se indica que a través de MK1 se promovió la creación del Mercado de Empresas Emergentes, la eliminación del impuesto a las ganancias de capital para acciones de alta presencia y para la venta en corto de bonos y acciones, la reducción del impuesto que grava las transacciones financieras internacionales, y el fortalecimiento de los accionistas minoritarios (EY, Reporte de Venture Capital y Private Equity: Una mirada a Chile, la región y el mundo 2016, 12).

El segundo aspecto tributario resaltado por Romaní, Atienza y Amorós fue la promulgación de la ley 20.190 (MK 2) en el año 2007 (Romaní, Atienza y Amorós, Financing entrepreneurial activity in Chile: scale and scope of public support programs 2009, 59). A través de esta norma, se buscaba promover el desarrollo de la industria de capital de riesgo y el acceso de las pequeñas empresas (*small firms*) al financiamiento, principalmente a través de: i) exenciones a las ganancias de capital para los inversionistas que financien fondos de capital de riesgo; ii) ampliación por 8 años del plazo de la exención de la ley 19.769; iii) que

CORFO pueda invertir hasta el 40% de las cuotas del fondo de capital de riesgo; y, iv) que los bancos puedan invertir un monto equivalente al 1% de sus activos en fondos de capital de riesgo (Romaní, Atienza y Amorós, Financing entrepreneurial activity in Chile: scale and scope of public support programs 2009, 59).

En este sentido, los inversionistas entrevistados en el informe de EY señalan que existe una necesidad de diseñar instrumentos legales que permitan operar la industria de manera eficiente, clasificar estos fondos como inversiones alternativas y diseñar un régimen tributario especial con incentivos para la inversión (EY, Reporte de Venture Capital y Private Equity: Una mirada a Chile, la región y el mundo 2016, 47).

Por otro lado, en una entrevista realizada a Cate Ambrose, Presidenta y Directora Ejecutiva de LAVCA, la entrevistada señala como principal punto a mejorar el incentivo de la creación y operación de fondos de inversión privados (EY, Reporte de Venture Capital y Private Equity: Una mirada a Chile, la región y el mundo 2016, 56). De esta manera, señala que el actual marco regulatorio genera un incentivo en los gestores locales de registrarse en la SVS y cambiar la estructura de sus fondos de privado a público a fin de poder atraer inversionistas extranjeros, los mismos que recibirían beneficios tributarios efectivos (EY, Reporte de Venture Capital y Private Equity: Una mirada a Chile, la región y el mundo 2016, 56). No obstante, la problemática se generaría en que el 80% del portafolio de estos fondos públicos deberá invertirse fuera de Chile; mientras que, los fondos de inversión privados que sí invierten en Chile, estarían tributando a una tasa impositiva del 35% (EY, Reporte de Venture Capital y Private Equity: Una mirada a Chile, la región y el mundo 2016, 56).

De la misma manera, dentro de la misma entrevista se señala que los cambios regulatorios necesarios para fomentar la industria de *Private Equity* y *Venture Capital* serían los mismos que impulsan la competitividad económica, incluyendo: la simplificación de los regímenes impositivos y de regulación de negocios, flexibilidad en mercados laborales, gobiernos transparentes, el compromiso en la lucha contra la corrupción y la inversión en infraestructura y educación (EY, Reporte de Venture Capital y Private Equity: Una mirada a Chile, la región y el mundo 2016, 57).

Finalmente, en el caso de los programas de CORFO, se señala que las sociedades extranjeras en las que invierta el fondo, directa o indirectamente, no podrán estar domiciliadas o ser residentes de países o territorios considerados como paraísos fiscales o que cuenten con un régimen fiscal preferencial nocivo (CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 5) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 5) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 5).

6.3.3.2.9 Derechos de preferencia

En relación a los derechos de preferencia, los fondos financiados por CORFO podrán constituirse con una o más series de cuotas, teniendo en cuenta que, en el Reglamento Interno del fondo deberán establecerse los derechos preferentes y/o restricciones que se establezcan en cada serie (CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 16) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 16) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 17). Además, en el caso del FET, se señala que las series de los aportantes vinculados a la administradora, en su mayoría Serie A, harán parte de la última parte de la cadena de distribución (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 9).

6.3.3.2.10 Conflictos de interés

En cuanto al manejo de los conflictos de interés dentro de la administración de los fondos financiados por CORFO, se señala que los recursos del fondo no podrán invertirse directa o indirectamente en empresas en donde los aportantes del fondo o los accionistas, directores o ejecutivos de la administradora o las personas naturales o jurídicas relacionadas a ellos, tengan relaciones de propiedad o acreencia directa o indirecta al momento de la inversión; no obstante, se señala que el Comité de Capital de Riesgo, a solicitud fundamentada del Comité de Vigilancia del Fondo, podrá aprobar expresamente una excepción a la regla antes señalada (CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 5) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 5) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 4).

Finalmente, se señalan dos aspectos dentro del Reglamento Interno del Fondo en los tres programas de CORFO; en primer lugar, dentro de este documento se deberán incluir

políticas sobre conflictos de interés (CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 16) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 16) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 18). Así mismo, se deberá incluir que, por lo menos, uno de sus miembros se encuentre inscrito en el Registro de Directores de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones (SAFP) o en el listado de miembros de los respectivos comités de estas instituciones; al igual que será necesario que los demás integrantes suscriban una declaración jurada afirmando no estar relacionados a la administradora (CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 18) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 18) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 19).

6.4 Aproximación a los FCE del capital de riesgo

En atención a lo señalado en las experiencias de Estados Unidos, México y Chile, se procederá a identificar los FCE del capital de riesgo para efectos de la presente investigación. Para ello, en primer lugar desde la perspectiva del marco teórico, se realizará un primer listado de características, indicando la fuente de donde han sido extraídas y el país al que corresponden. En segundo lugar, se realizará una sistematización y consolidación de estas características para determinar los FCE del capital de riesgo. En este punto, se propondrá una categorización de los FCE en base a su pertenencia a dos tipos de relaciones: i) Institución promotora – Inversionistas (gestor y aportantes); y, ii) Fondo de capital de riesgo – Startup. Finalmente, se incluirá una categoría de “Otros” para aquellos elementos que estén relacionados indirectamente al objeto de la presente investigación, sin que se los pueda subsumir dentro de una de las relaciones antes señaladas.

6.4.1 Primer listado de FCE

A continuación, en base al marco teórico se presentará la primera lista de FCE que han determinado los especialistas:

Características	País	Categoría	Fuente
1. Tamaño del fondo (SBIC)	Estados Unidos	La participación del Estado en el desarrollo del VC	(J.B.K Jr. 1968, 799)

2. Alineamiento en los plazos del pago de intereses y la generación de rendimientos	Estados Unidos	La participación del Estado en el desarrollo del VC	(Dahlstrom 2009, 54)
3. Alineamiento de los incentivos e intereses de los actores públicos y privados	Estados Unidos	La participación del Estado en el desarrollo del VC	(Dahlstrom 2009, 56-58)
4. Diferencia en los regímenes de responsabilidad: GP (ilimitada) y LPs (limitada)	Estados Unidos	Las características de los fondos VC	(R. Gilson 2002, 6) (Gompers y Lerner, Venture Capital Distributions: Short-Run and Long-Run Reactions 1998, 2164)
5. Flexibilidad para realizar acuerdos económicos y corporativos beneficiosos para las partes	Estados Unidos	Las características de los fondos VC	(R. Gilson 2002, 6-7)
6. Plazo fijo de la inversión y posibilidad de realizar <i>follow-on funds</i>	Estados Unidos	Las características de los fondos VC	(Gompers y Lerner, Venture Capital Distributions: Short-Run and Long-Run Reactions 1998, 2164) (R. Gilson 2002, 11) (Sahlman, The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations 1990, 502) (Gilson y Black, Does Venture Capital Require an Active Stock Market? 1999, 11)
7. Participación activa del administrador en la empresa objetivo	Estados Unidos	Las características de los fondos VC	(Sahlman, The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations 1990, 508)
8. Instrumentos convertibles como	Estados Unidos	Las características de los fondos VC	(Sahlman, The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations 1990, 504)

instrumentos de inversión			
9. Inversión escalonada entre el fondo y los inversionistas y entre el fondo y la empresa objetivo	Estados Unidos	Las características de los fondos VC	(Sahlman, The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations 1990, 491) (P. Gompers, Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital 1995, 1461) (R. Gilson 2002, 16)
10. Compensación asociada a la generación de valor	Estados Unidos	Las características de los fondos VC	(Sahlman, The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations 1990, 491) (R. Gilson 2002, 7-8) (Murray, y otros 2012, 6)
11. Distribución obligatoria de rendimientos periódicos	Estados Unidos	Las características de los fondos VC	(Sahlman, The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations 1990, 491-492) (R. Gilson 2002, 31)
12. Mecanismos eficientes de desinversión	Estados Unidos	Las características de los fondos VC	(Sahlman, The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations 1990, 504) (Gilson y Black, Does Venture Capital Require an Active Stock Market? 1999, 12) (Gompers y Lerner 1999, 20) (Gompers y Lerner, The Venture Capital Revolution 2001, 163-164)
13. Aspectos fiscales que impulsen la inversión de fondos de capital de riesgo	Estados Unidos	Las características de los fondos VC	(Sahlman, The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations 1990, 489)
14. Regímenes de responsabilidad diferentes entre administrador e inversionistas (LPQ)	México	Las características de los fondos VC	(Eraña 2014, 4)

15. Preferencia de los fondos por participaciones mayoritarias en las empresas objetivo	México	Las características de los fondos VC	(Charvel 2009, 1-9)
16. Primacía y aplicabilidad de la ley (<i>rule of law</i>)	México	Las características de los fondos VC	(Charvel 2009, 2)
17. Preferencia de los fondos por inversiones en <i>late-stage</i>	México	Las características de los fondos VC	(Charvel 2009, 2)
18. Preferencia por administrar mayor capital por parte del fondo	México	Las características de los fondos VC	(Charvel 2009, 2)
19. Participación activa del administrador en la empresa objetivo	México	Las características de los fondos VC	(EY 2015, 52)
20. Flexibilidad para realizar acuerdos económicos y corporativos beneficiosos para las partes	México	Las características de los fondos VC	(Solórzano, Carvajal, y otros, Capital Privado 2015) (Alvarado Velásquez, y otros 2016, 97) (Martínez Moreno 2009, 27-32, 51-56)
21. Protección de accionistas minoritarios	México	Las características de los fondos VC	(Alvarado Velásquez, y otros 2016, 74) (Martínez Moreno 2009) (Secretaría de Economía de México s.f.) y (González 2010)
22. Inversión escalonada entre el fondo y los inversionistas	México	Las características de los fondos VC	(Solórzano, Carvajal, y otros, Guía rápida para organizar

			fondos de capital privado en México II 2015)
23. Compensación asociada a la generación de valor	México	Las características de los fondos VC	(EY 2015, 47)
24. Distribución obligatoria de rendimientos periódicos	México	Las características de los fondos VC	(EY 2015, 47) (Martínez Moreno 2009, 21) (Solórzano, Carvajal, y otros, Guía rápida para organizar fondos de capital privado en México II 2015)
25. Mecanismos eficientes de desinversión	México	Las características de los fondos VC	(EY 2015, 19, 53) (Gonzáles 2010) (Alvarado Velásquez, y otros 2016, 90 y 160) (Martínez Moreno 2009, 52-53)
26. Aspectos fiscales que impulsen la inversión de fondos de capital de riesgo	México	Las características de los fondos VC	(EY 2015, 49) (Solórzano, Carvajal, y otros, Capital Privado 2015) (Solórzano, Carvajal, y otros, Capital Privado 2015)
27. Libertad para establecer derechos de preferencia entre los inversionistas	México	Las características de los fondos VC	(Martínez Moreno 2009, 26)
28. Mecanismos de manejo de los conflictos de interés entre las partes	México	Las características de los fondos VC	(Solórzano, Carvajal, y otros, Guía rápida para organizar fondos de capital privado en México II 2015)
29. Participación de inversionistas institucionales	Chile	La participación del Estado en el desarrollo del VC	(Romaní, Atienza y Amorós, Financing entrepreneurial activity in Chile: scale and scope of public support programs 2009, 58) (EY, Reporte de Venture Capital y Private Equity: Una mirada a Chile, la región y el mundo 2016, 41) (CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 15) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 15) (CORFO, Fondos de

			Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 17)
30. Establecimiento de montos mínimos y máximos de inversión	Chile	La participación del Estado en el desarrollo del VC	(Romaní, Atienza y Amorós, Financing entrepreneurial activity in Chile: scale and scope of public support programs 2009, 58) (CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 15-16) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 15-16) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 17)
31. Plazo fijo de la inversión	Chile	La participación del Estado en el desarrollo del VC	(Romaní, Atienza y Amorós, Financing entrepreneurial activity in Chile: scale and scope of public support programs 2009, 58)

32. Aspectos regulatorios que impulsen la inversión de fondos de capital de riesgo	Chile	La participación del Estado en el desarrollo del VC / Las características de los fondos VC	(Jimenez 2007) (EY, Reporte de Venture Capital y Private Equity: Una mirada a Chile, la región y el mundo 2016, 41) / (Romaní, Atienza y Amorós, Financing entrepreneurial activity in Chile: scale and scope of public support programs 2009, 59) (EY, Reporte de Venture Capital y Private Equity: Una mirada a Chile, la región y el mundo 2016, 47) (EY, Reporte de Venture Capital y Private Equity: Una mirada a Chile, la región y el mundo 2016, 56) (EY, Reporte de Venture Capital y Private Equity: Una mirada a Chile, la región y el mundo 2016, 57)
33. Conocimiento (<i>know how</i>) de los inversionistas y administradores de capital de riesgo	Chile	La participación del Estado en el desarrollo del VC	(Jimenez 2007)
34. Comisiones atractivas para la administración	Chile	La participación del Estado en el desarrollo del VC	(Jimenez 2007)
35. Preferencias de los fondos por invertir en empresas maduras	Chile	La participación del Estado en el desarrollo del VC	(Romaní, Atienza y Amorós, Financing entrepreneurial activity in Chile: scale and scope of public support programs 2009, 58)
36. Participación del Estado a través de líneas de crédito para fondos de inversión	Chile	Las características de los fondos VC	(CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 4) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 4) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas

			Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 4).
37. Participación activa del administrador en la empresa objetivo	Chile	Las características de los fondos VC	(CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 4) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 4) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 4)
38. Límites mínimos y máximos de la línea de crédito	Chile	Las características de los fondos VC	(CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 6) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 6) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 6)
39. Mantener apalancamiento durante el financiamiento y aumentar el apalancamiento sujeto a inversiones mínimas en empresas objetivo	Chile	Las características de los fondos VC	(CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 6) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 6) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 6)
40. Estructura de pagos del financiamiento: interés fijo, interés adicional e interés moratorio	Chile	Las características de los fondos VC	(CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 8) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 8) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 8)

41. Caducidades de la línea de crédito por desistimiento de compromiso de aportantes y flujo de proyectos por debajo de los esperado, manteniendo un mínimo en la línea de crédito	Chile	Las características de los fondos VC	(CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 6) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 6) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 7)
42. Aumentos de la línea de crédito manteniendo la razón Deuda/Capital	Chile	Las características de los fondos VC	(CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 7) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 7) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 7)
43. Determinación de la empresa objetivo de inversión	Chile	Las características de los fondos VC	(CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 3-5) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 3-5) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 2,4)
44. Inversión del fondo en empresas extranjeras propietarias de empresas domiciliadas	Chile	Las características de los fondos VC	(CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 5) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 5) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 5)

45. Nuevas inversiones o préstamos del fondo condicionados a una inversión previa en el capital social de la compañía	Chile	Las características de los fondos VC	(CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 3) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 3) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 2)
46. Límites en la estrategia de inversión con el objetivo de diversificación	Chile	Las características de los fondos VC	(CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 16) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 16) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 18)
47. Permitir uso de recursos para inversiones en forwards de cobertura y otros títulos	Chile	Las características de los fondos VC	(CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 2 y 5) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 2 y 5) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 5 y 6)
48. Inversión escalonada entre el fondo y los inversionistas	Chile	Las características de los fondos VC	(CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 16) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 16) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 17)
49. Cumplimiento de metas de inversión de los fondos	Chile	Las características de los fondos VC	(CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 12) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 12) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 12)

50. Compensación asociada a la generación de valor	Chile	Las características de los fondos VC	(CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 17) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 17) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 18)
51. Distribución obligatoria de rendimientos periódicos	Chile	Las características de los fondos VC	(CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 8-9) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 8-9) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 9).
52. Mecanismos eficientes de desinversión	Chile	Las características de los fondos VC	(EY, Reporte de Venture Capital y Private Equity: Una mirada a Chile, la región y el mundo 2016, 12, 46) (Amorós, Atienza y Romaní 2008, 185, 187) (Romaní, Atienza y Amorós, Financing entrepreneurial activity in Chile: scale and scope of public support programs 2009, 64) (CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 2) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 2) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 6)
53. Aspectos fiscales que impulsen la inversión de fondos de capital de riesgo	Chile	Las características de los fondos VC	(Romaní, Atienza y Amorós, Financing entrepreneurial activity in Chile: scale and scope of public support programs 2009, 59) (CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 5) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 5) (CORFO, Fondos de Inversión

			de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 5)
54. Libertad para establecer derechos de preferencia entre los inversionistas	Chile	Las características de los fondos VC	(CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 9, 16) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 9, 16) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 9, 17)
55. Mecanismos de manejo de los conflictos de interés entre las partes	Chile	Las características de los fondos VC	(CORFO, Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC) 2012, 5, 16, 18) (CORFO, Fondos Etapas Tempranas (FT) 2012, 5, 16, 18) (CORFO, Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) 2015, 4, 16, 18)

6.4.2 Segundo listado de FCE

Considerando el listado anterior, se procederá a realizar un segundo listado en base a la sistematización y consolidación de las características que, por su similitud o temática, puedan agruparse bajo la denominación de un FCE en particular. De la misma manera, se procederá a categorizar las características en base a su pertenencia a las categorías propuestas: a) Relación i): Institución promotora – Inversionistas (gestores y aportantes); b) Relación ii): Fondo de capital de riesgo – Startup; y, c) Otros. Vale precisar, que los FCE que hacen parte tanto de la Relación 1 como de la Relación 2, se resaltarán en verde.

En atención a lo anterior, el segundo listado de FCE consta de los siguientes:

Relación i): Institución promotora – Inversionistas (Gestores y aportantes)

FCE	Detalle	País
1. Selección del Gestor Profesional	Conocimiento (<i>know how</i>) de los inversionistas y administradores de capital de riesgo.	CL
2. Tamaño mínimo del fondo	Tamaño mínimo del fondo (montos de participación y número de aportantes).	EEUU, MX, CL
3. <i>Follow-on funds</i>	Posibilidad de levantar <i>follow-on funds</i> .	EEUU
4. Participación de inversionistas institucionales	Participación de inversionistas institucionales.	CL
5. Desinversión a través de ventas privadas	Mecanismos eficientes de desinversión.	EEUU, MX, CL
6. Desinversión a través del mercado de valores	Mecanismos eficientes de desinversión.	EEUU, MX, CL
7. Uso de instrumento de deuda	Uso de préstamos para colocar capital en los fondos de inversión (límites max y min de la línea de crédito, mantenimiento y aumento de apalancamiento sujeto a inversión mínima, pago de intereses, aumentos, reducciones y caducidades (24, 48 y 60 meses) de la línea de crédito).	CL
8. Prevenir conflictos de interés	Mecanismos de manejo de los conflictos de interés entre las partes.	MX, CL
9. Objetivos del programa de promoción alineados a la naturaleza del mercado de capital de riesgo	Flexibilidad corporativa para acuerdos económicos y corporativos.	EEUU, MX
	Libertad para establecer derechos de preferencia entre los inversionistas.	EEUU, MX, CL
	Preferencia de los fondos por inversiones en <i>late-stage</i> .	MX, CL
	Correcta identificación de la empresa objetivo.	CL
	Límites en la tesis de inversión con el objetivo de diversificación. También uso de instrumentos de cobertura y posibilidad de invertir en otros títulos.	CL

	Instrumentos convertibles como instrumentos de inversión.	EEUU
	Plazo fijo de la inversión.	EEUU, CL
	Flexibilidad para que el fondo pueda invertir en empresas extranjeras propietarias de empresas domiciliadas.	CL
	Inversiones del fondo en el capital social de las empresas objetivo o a través del otorgamiento de préstamos.	CL
10. Inversión escalonada	Inversión escalonada entre el fondo y los inversionistas, y entre el fondo y la empresa objetivo, sujeto al cumplimiento de determinados objetivos.	EEUU, MX, CL
11. Identificar etapas de inversión y desinversión	Alineamiento entre los plazos de inversión y desinversión.	EEUU
12. Participación activa del inversionista y pasiva del Estado	Alineamiento de intereses entre los actores público y privado en la desinversión.	EEUU
13. Compensación del gestor asociado a la generación de valor	Comisiones atractivas para la administración.	CL
	Compensación asociada a la generación de valor, priorizando el retorno por el <i>carried interest</i> .	EEUU, MX, CL
14. Distribución periódica de rendimientos del fondo	Distribución obligatoria y periódica de los rendimientos de la inversión.	EEUU, MX, CL
15. Aspectos tributarios promotores de la inversión	Aspectos fiscales que impulsen la inversión de fondos de capital de riesgo, especialmente en exoneraciones al impuesto sobre las ganancias de capital.	EEUU, MX, CL
16. Protección de accionistas minoritarios	Protección de los accionistas minoritarios a través de menores exigencias en el porcentaje de representación del capital social para el ejercicio de derechos políticos.	MX
17. Regímenes de responsabilidad diferenciados	Regímenes de responsabilidad diferentes entre gestor y aportantes.	EEUU, MX

Relación ii): Fondo de capital de riesgo – Startup

FCE	Detalle	País
1. Participación activa del fondo en la empresa objetivo	Participación activa del fondo en la empresa objetivo	EEUU, MX, CL
	Aspectos laborales que impulsen la inversión de fondos de capital de riesgo a través de incentivos a los administradores de las empresas objetivo (<i>stock options</i>).	EEUU
	Provisiones <i>vesting</i> y <i>buy-back</i> en el contrato de compraventa de acciones de la empresa objetivo.	EEUU
	Derechos sobre la información a favor del fondo.	EEUU
	Preferencia de los fondos por participaciones mayoritarias en las empresas objetivo.	MX
	Instrumentos convertibles como instrumentos de inversión.	EEUU
	Plazo fijo de la inversión.	EEUU, CL
	Inversión del fondo en empresas extranjeras propietarias de empresas domiciliadas.	CL
	Inversiones del fondo en capital e instrumentos de deuda.	CL
2. Protección de accionistas minoritarios	Protección de los accionistas minoritarios a través de menores exigencias en el porcentaje de representación del capital social para el ejercicio de derechos políticos.	MX
3. Inversión escalonada	Inversión escalonada entre el fondo y los inversionistas, y entre el fondo y la empresa objetivo, condicionada al cumplimiento de objetivos.	EEUU, MX, CL
4. Compensación asociada a la generación de valor	Compensación asociada a la generación de valor, enfocando la compensación de las partes en el crecimiento de la empresa objetivo.	EEUU, MX, CL
5. Distribución periódica de rendimientos del fondo	Distribución obligatoria de rendimientos periódicos	EEUU, MX, CL

Otros:

FCE	Detalle	País
1. Marco regulatorio	Primacía y aplicabilidad de la ley (<i>rule of law</i>).	MX
	Aspectos regulatorios que impulsen la inversión de fondos de capital de riesgo.	CL

6.4.3 Resumen de FCE

En atención a la clasificación de los FCE en las relaciones i) y ii) se procedió a realizar una sistematización de los mismos. Esta sistematización permitió clasificar con claridad la pertenencia de los FCE a las categorías propuestas, permitiendo que los textos originales y fuentes que conforman cada FCE pueda ser verificado en la columna “Detalle” del listado anterior. En segundo lugar, permitió realizar una tabla de frecuencia, calculada en función a la cantidad de elementos que componen cada FCE y su respectiva repetición en una o más de las experiencias estudiadas (Estados Unidos, México o Chile). El objetivo de la tabla de frecuencia será identificar aquellos FCE que, en atención a su mayor repetición, deberán tener mayor consideración en la propuesta del vehículo de inversión objeto de estudio

las veces que los textos que componen cada FCE se repetían en las experiencias de Estados Unidos, México y Chile, respectivamente. El objetivo de la tabla de frecuencia será identificar aquellos FCE que, en atención a su mayor repetición, deberán tener mayor consideración en la propuesta del vehículo de inversión objeto de estudio. De esta manera, se ordenará de mayor a menor frecuencia los FCE identificados en el marco teórico:

1. Relación i): Institución promotora – Inversionistas (Gestores y aportantes)

#	Factor Crítico de Éxito	Frecuencia
1	Objetivos del programa de promoción alineados a la naturaleza del mercado de capital de riesgo.	14
2	Compensación del gestor asociado a la generación de valor	4
3	Tamaño mínimo del fondo	3
4	Desinversión a través de ventas privadas	3
5	Desinversión a través del mercado de valores	3
6	Inversión escalonada	3
7	Distribución periódica de rendimientos del fondo	3
8	Aspectos tributarios promotores de la inversión	3
9	Regímenes de responsabilidad diferenciados	2
10	Prevenir conflictos de interés	2

11	Selección del Gestor Profesional (<i>General Partner</i>)	1
12	<i>Follow-on funds</i>	1
13	Participación de inversionistas institucionales	1
14	Uso de instrumento de deuda	1
15	Identificar etapas de inversión y desinversión	1
16	Participación activa del inversionista y pasiva del Estado	1
17	Protección de accionistas minoritarios	1

2. **Relación ii): Fondo de capital de riesgo – Startup**

#	Factor Crítico de Éxito	Frecuencia
1	Participación activa del fondo en la empresa objetivo	12
2	Inversión escalonada	3
3	Compensación asociada a la generación de valor	3
4	Distribución periódica de rendimientos del fondo	3
5	Protección de accionistas minoritarios	1

3. **Otros**

#	Factor Crítico de Éxito	Frecuencia
1	Aspectos regulatorios	2

Se volverá a hacer referencia a los FCE antes señalados una vez que se identifiquen los FCE en el estudio empírico, los mismos que estarán basados en las entrevistas realizadas a actores nacionales y expertos internacionales.

7. Estudio empírico

7.1 Tipo

Hernandez, Fernández y Baptista identifican las siguientes características, elementos del proceso y bondades de los enfoques cuantitativos, cualitativos y mixtos (Hernández Sampieri, Fernández Callado y Baptista Lucio 2010, 3):

Enfoque	Características	Proceso	Bondades
Cuantitativo	<ul style="list-style-type: none">• Mide fenómenos• Utiliza estadística• Prueba hipótesis• Hace análisis de causa-efecto	<ul style="list-style-type: none">• Secuencial• Deductivo• Probatorio• Analiza la realidad objetiva	<ul style="list-style-type: none">• Generalización de resultados• Control sobre fenómenos• Precisión• Réplica• Predicción
Cualitativo	<ul style="list-style-type: none">• Explora los fenómenos en profundidad• Se conduce básicamente en ambientes naturales• Los significados se extraen de los datos• No se fundamenta en la estadística	<ul style="list-style-type: none">• Inductivo• Recurrente• Analiza múltiples realidades subjetivas• No tiene secuencia lineal	<ul style="list-style-type: none">• Profundidad de significados• Amplitud• Riqueza interpretativa• Contextualiza el fenómeno
Mixto	Combinación del enfoque cuantitativo y cualitativo		

Figura 11: (Hernández Sampieri, Fernández Callado y Baptista Lucio 2010, 3)

En este sentido, respecto al enfoque cualitativo, estos autores reconocen que, a diferencia del enfoque cuantitativo, en el cualitativo se "pueden desarrollar preguntas e hipótesis antes, durante o después de la recolección y el análisis de datos" (Hernández Sampieri, Fernández Callado y Baptista Lucio 2010, 7). De la misma manera, los autores reconocen que el enfoque cualitativo funciona a partir de la lógica inductiva, indicando que "en un típico estudio cualitativo, el investigador entrevista a una persona, analiza los datos que obtuvo y saca algunas conclusiones; posteriormente, entrevista a otra persona, analiza esta nueva información y revisa sus resultados y conclusiones; del mismo modo, efectúa y analiza más entrevistas para comprender lo que busca. Es decir, procede caso por caso, dato por dato, hasta llegar a una perspectiva general" (Hernández Sampieri, Fernández Callado y Baptista Lucio 2010, 9).

Precisamente, la presente investigación ha omitido establecer una hipótesis debido a la inclusión de este enfoque exploratorio, el mismo que buscará identificar los factores críticos de éxito (FCE) del capital de riesgo. Como fue señalado anteriormente, la limitación en el material bibliográfico y la ausencia de capital de riesgo en el Perú representan una oportunidad para estudiar la bibliografía y experiencias internacionales en la materia. De esta manera, la presente investigación ha seguido una lógica inductiva considerando como fuentes de conocimiento sobre el capital de riesgo a la experiencia de Estados Unidos, México y Chile, y el testimonio de los entrevistados como cuestiones particulares que, a su vez, permitirán concluir en una cuestión general como será la propuesta de un vehículo de inversión que promueva el capital de riesgo para *startups* dinámicas y de alto impacto en el Perú.

7.2 Enfoque

Según Hernández, Fernández y Baptista, la investigación será exploratoria cuando se trate de problemas poco estudiados, se indague sobre una perspectiva innovadora, se ayude a identificar conceptos promisorios y se prepare el terreno para nuevos estudios. En la misma línea de ideas, los autores enfatizan en la falta de estudios sobre el tema o problema de investigación, señalando que, en la revisión de la literatura, se habría identificado que solo existirían guías no investigadas e ideas vagamente relacionadas con el problema de estudio;

además, sería posible plantear temas o áreas de estudio similares desde nuevas perspectivas (Hernández Sampieri, Fernández Callado y Baptista Lucio 2010, 79).

Precisamente, en el desarrollo del marco teórico se ha podido observar una ausencia de investigaciones sobre el capital de riesgo y la estructuración de un vehículo de inversión que promueve este tipo de inversiones más allá de la propuesta de (Invertir 2008). Adicionalmente, no se han identificado estudios académicos que exploren al capital de riesgo en general o cuestiones particulares en áreas relacionadas al derecho en Perú. De la misma manera, no se ha encontrado un estudio que analice el alcance del rol promotor de una institución como COFIDE en el desarrollo del capital de riesgo para *startups* dinámicas y de alto impacto.

Es así, como el enfoque exploratorio se encuentra alineado a la metodología de los FCE presentada por los profesores Daniel, Rockart y Bullen, respectivamente en el sentido que permitirá identificar conceptos promisorios sobre el capital de riesgo y generará una oportunidad para desarrollar proyectos futuros de investigación sobre los hallazgos de la investigación (Daniel 1961, 9) (Rockart 1979, 2) (Bullen y Rockart 1981). De esta manera, el enfoque exploratorio permitirá que los expertos libremente identifiquen los FCE del capital de riesgo; los mismos que, como parte de las conclusiones de la presente investigación, serán consolidados con los FCE identificados en el marco teórico. Finalmente, esta consolidación permitirá identificar los FCE que deberán considerarse dentro de la propuesta de un vehículo de inversión que promueva el capital de riesgo para *startups* dinámicas y de alto impacto en el Perú.

7.3 Unidad de análisis

La unidad de análisis incluirá principalmente a los inversionistas y funcionarios de instituciones promotoras del capital de riesgo en Perú y otros países de la región, y complementariamente a otros perfiles como emprendedores, instituciones privadas como incubadoras y aceleradoras de negocios, y proveedores de servicios legales y financieros. Considerando que existiría, en principio, una limitación en cuanto al acceso de expertos nacionales en la materia, se recurrirá a expertos de otros países, especialmente en el cumplimiento del objetivo relacionado a lecciones aprendidas y buenas prácticas.

7.4 Muestra

En base a la unidad de análisis antes señalada, la muestra para la presente investigación incluirá los siguientes perfiles: Estado, inversionista, aceleradora, academia, emprendedor y legal. De la misma manera, se ha incluido tanto la participación de actores nacionales (11) e internacionales de los siguientes países: Colombia (3), Chile (2), México (2), Argentina (1) y Brasil (1). Finalmente, debe considerarse que la muestra incluirá entrevistados con una visión amplia sobre la materia, considerando que los mismos tendrán cargos de dirección o alta dirección. Es así, como la muestra de la presente investigación incluirá los siguientes:

Categoría	Entrevistado	Institución	Cargo	País
Estado	Mauro Sartori	BANCOLDEX	Vicepresidente de Riesgo	Colombia
Estado	Víctor Besoain	CORFO	Jefe Unidad de Inversiones	Chile
Inversionista	Mauricio González	MGI SAFI	CEO	Perú
Aceleradora	Javier Salinas	Emprende UP	Director	Perú
Aceleradora	Jaime Sotomayor	USIL Ventures	Director Ejecutivo	Perú
Emprendedor	Pedro Neira	MiMediaManzana	CEO	Perú
Aceleradora	Ana Sofía Valdivia	Endeavor	Managing Director	Perú
Inversionista	Fabio Valentim	Independiente	Independiente	Brasil
Inversionista	Javier Benavides	BBCS Capital	Gerente General	Perú
Estado	Margarita Coronado	BANCOLDEX	Directora de Fondos de Capital Privado	Colombia
Estado	Sergio Rodríguez	Ministerio de la Producción	Director de Innovación	Perú
Estado	Adriana Tortajada	Fondo de Fondos	Directora Venture Capital	México
Estado	Gonzalo Villarán	Ministerio de la Producción	Director General de Innovación	Perú
Estado	Carolina Arias	BANCOLDEX	Ejecutiva de Capital Privado	Colombia
Inversionista	Greg Mitchell	Angel Ventures Perú	Managing Partner	Perú
Inversionista	Hernán Fernández	Angel Ventures México	Managing Partner	México
Estado	Arturo Torres	Ministerio de Producción	Director Nacional de Capital Emprendedor	Argentina
Legal	José Miguel Porto	Montezuma y Porto Abogados	Socio Fundador	Perú
Academia	Gianni Romaní	Universidad Católica del Norte	Directora Programas de Postgrado	Chile

Inversionista	Dulio Costa	Macrocapitales SAFI	CEO & Managing Partner	Perú
---------------	-------------	------------------------	------------------------	------

7.5 Instrumento de medición – Entrevista de FCE

El instrumento de medición será una entrevista de preguntas abiertas de acuerdo al esquema de entrevista de los FCE presentado por los profesores Rockart y Bullen (Bullen y Rockart 1981, 45-60). Considerando este esquema, se realizaron ciertas modificaciones que permitieron que los entrevistados identifiquen los FCE del capital de riesgo. Vale precisar, que el instrumento de medición fue validado por Ítalo Bizerra y Gianni Romaní, ambos asesores de la presente investigación, previa realización de una prueba piloto. A continuación, se procederá a detallar el contenido de los objetivos, procedimiento y esquema del instrumento de medición utilizado

1. Objetivos de la entrevista:

- 1.1 Entender la misión y rol que cumple el entrevistado dentro del ecosistema de emprendimiento dinámico y de alto impacto y, específicamente, el desarrollo del capital de riesgo.*
- 1.2 Identificar las percepciones del entrevistado en relación al desarrollo del capital de riesgo.*
- 1.3 Obtener los factores críticos de éxito del capital de riesgo en opinión del entrevistado.*

2. Procedimiento:

2.1 Presentación

- 1. Establecer un canal de comunicación informal con el entrevistado en donde se pueda validar su interés en ser parte de la entrevista.*
- 2. Presentar formalmente la investigación, incluyendo el objetivo principal, la metodología y la definición sobre capital de riesgo. De la misma manera, se incluirá una descripción de la metodología, de acuerdo al siguiente texto:*

Objetivo principal:

Identificar los factores críticos de éxito del capital de riesgo que permitirán estructurar un vehículo de inversión que promueva el capital de riesgo para startups dinámicas y de alto impacto en el Perú.

Metodología:

La entrevista se desarrollará a partir de la metodología de los factores críticos de éxito (FCE) presentada por D. Ronald Daniel (1961) y desarrollada posteriormente por John F. Rockart (1979) y John F. Rockart y Christine Bullen (1981). Esta metodología permitirá enfocarse en la identificación de aquellos elementos que deberán cumplirse para alcanzar el éxito en una industria, empresa, departamento dentro de una empresa, proyecto, entre

otros. En el caso particular, esta metodología se aplicará para determinar los FCE del capital de riesgo.

Definición VC:

Un tipo de inversión que involucrará la intermediación de inversionistas profesionales (fondos de capital de riesgo o venture capitalists) especializados en startups en etapas de expansión. Generalmente, el fondo se estructurará en base a los regímenes de responsabilidad de un limited partnership, incluyendo un administrador (General Partner) y una serie de aportantes o inversionistas (Limited Partners). Adicional al aporte de capital, la inversión se caracterizará por involucrar una participación activa, con inversión escalonada y de plazo determinado. Así mismo, esta inversión se dará a cambio de una participación en el capital social o a través de instrumentos cuasi-accionarios que, en base al crecimiento de la empresa, deberán liquidarse en un plazo futuro a través de un proceso de desinversión que, generalmente, se dará en la forma de una recompra de acciones, oferta pública inicial o adquisición.

2.2 Esquema de la entrevista y preguntas

La entrevista se desarrollará bajo los siguientes parámetros.

- a. *Describa su misión y rol dentro del ecosistema de emprendimiento dinámico y, específicamente, en el desarrollo del capital de riesgo.*
 - b. *Describa cuáles son sus perspectivas en relación al desarrollo del capital de riesgo.*
 - c. *Identificación de los FCE:*
 - i. *¿Podría listar, en cualquier orden, aquellos factores que deberán estar presentes a fin que las inversiones de capital de riesgo tengan éxito?*
 - ii. *Reformulación de la misma pregunta:*
1. *Déjeme preguntar sobre los factores críticos de éxito de otra manera, ¿cuáles son los tres factores que, en caso de fallar, tendrían mayor impacto negativo en el desarrollo exitoso de un proyecto de capital de riesgo en el que esté involucrada su institución? En corto, ¿qué factor(es) no desearía que salga(n) mal?*
 2. *Asuma que es puesto en un cuarto oscuro por 24 meses con solo comida y agua posterior al inicio de la participación de su institución en un proyecto de capital de riesgo, ¿qué factor(es) sería(n) los que estaría más interesado en conocer sobre el desarrollo del proyecto una vez que salga del cuarto?*
 - d. *Clarificar la identificación de los FCE:*
 - i. *¿Hay suficiencia en la identificación de los FCE? Si no es así, indagar sobre particularidades en las siguientes relaciones, según corresponda: i) Estado – Administrador; ii) Administrador – aportantes o inversionistas; iii) Fondo de capital de riesgo – Startup.*
 - ii. *¿El entrevistado se enfoca en un FCE en particular? De hacerlo, en base a los factores identificados en el marco teórico o por alguna entrevista previa, nombrar algún FCE a modo de ejemplo para que el entrevistado pueda comentar sobre algún factor que permita recordar*

o identificar un nuevo FCE, sin influir en el criterio de selección del entrevistado.

7.6 Consolidación de los FCE identificados

Considerando el modelo de entrevista presentado anteriormente, se procedió a aplicarla en los (20) entrevistados que hacen parte de la muestra. A continuación, fue necesario consolidar los FCE identificados a fin de poder realizar un análisis sobre los mismos. Para ello, los profesores Rockart y Bullen identifican los siguientes pasos para el análisis de datos de una entrevista bajo la metodología de los FCE (Bullen y Rockart 1981, 61-63):

- a. Revisar las áreas cubiertas por los FCE identificados por el entrevistado.
- b. Listar los FCE identificados por cada entrevistado y enviarle un consolidado para su validación.
- c. Consolidar los FCE.
- d. Concluir cuáles son los factores críticos de éxito del capital de riesgo en base a los testimonios de los entrevistados.

El cumplimiento de este procedimiento para la consolidación de los FCE identificados será detallado en la sección correspondiente.

7.6.1 Cuestiones generales

En relación al proceso de consolidación de los FCE identificados es necesario precisar algunas cuestiones generales. El estudio comprendió un total de (20) entrevistados, de los cuales (11) fueron nacionales y (9) internacionales. Dentro de los perfiles de la unidad de análisis se incluyeron los siguientes: Estado (8), inversionista (6), aceleradora (3), academia (1), emprendedor (1) y legal (1). Las entrevistas se realizaron entre el 22 de noviembre de 2016 y el 4 de enero de 2017, alternando entre visitas a las oficinas de los entrevistados (9), recepción en las oficinas de COFIDE (3) y llamadas telefónicas (8) en los casos de expertos internacionales.

7.6.2 Formato para la recopilación de la información

Como se hizo referencia anteriormente, la recopilación de los FCE se realizó individualmente a cada entrevistado en base al formato denominado “Entrevista de Factores Críticos de Éxito”. Este formato se estructuró de la siguiente manera:

Entrevista de Factores Críticos de Éxito

Datos generales:

Entrevistado :

Institución :

Cargo :

País :

Fecha :

Perfil :

La entrevista se desarrolló bajo los siguientes parámetros.

- a. *Misión y rol en el ecosistema de emprendimiento dinámico:*
- b. *Perspectivas en relación al desarrollo del capital de riesgo:*
- c. *Identificación de los Factores Críticos de Éxito (FCE) del Capital de Riesgo (VC):*

Para la identificación de los FCE, se siguió el orden propuesto en el esquema de la entrevista; es decir, una primera pregunta abierta al entrevistado para que identifique los FCE (primer listado), una reformulación sobre la primera pregunta (segundo listado) y preguntas al entrevistado que incluyeron alguno de los FCE identificados en el marco teórico (tercer listado).

1. *Primer listado:*
2. *Segundo listado:*
3. *Tercer listado:*

Luego de consolidar las anotaciones de las entrevistas en este formato, se procedió a enviar un correo de validación, en donde el objetivo, además de la aprobación del contenido, era incluir modificaciones o nuevos comentarios del entrevistado. Esta comunicación se realizó a través del correo electrónico, en donde se indicó dentro del cuerpo del mismo, que se asumiría que el entrevistado aceptaba el contenido de la entrevista si es que no manifestaba lo contrario. De esta manera, se contó con la aceptación expresa de (5) entrevistados y la aceptación implícita de los restantes (15) entrevistados. Complementario a lo anterior, de los

(5) con aceptación expresa, (2) realizaron comentarios sobre el contenido, los mismos que fueron incluidos dentro de la transcripción final. Las transcripciones de cada una de las entrevistas se podrán encontrar dentro del Anexo 1 de la presente investigación.

7.6.3 Áreas cubiertas por los FCE

Respecto a las áreas cubiertas por los FCE identificados, se ratificó la categorización previamente establecida en el marco teórico, en donde se clasificó a los factores en base a su pertenencia dentro de las siguientes relaciones: i) Institución promotora – Inversionistas (gestor y aportantes); y, ii) Fondo de capital de riesgo – Startup. De la misma manera, se incluyó una tercera categoría de “Otros” para aquellos factores que indirectamente se relacionaban con el objeto de estudio. Esta categorización permitió identificar las áreas cubiertas por los entrevistados debido a que constituyó un primer acercamiento a la sistematización de los FCE.

7.6.4 Consolidación de los FCE

Culminado el proceso de entrevistas y recopilación de datos en el formato “Entrevista de Factores Críticos de Éxito”, se procedió a realizar un listado de los FCE identificados por cada entrevistado en base a las categorías antes señaladas. Una vez que se había realizado un primer listado en base a las categorías, se procedió con su consolidación en dos tramos. En el primer tramo, se consideró el listado de los primeros (10) entrevistados, en donde se creó una columna de “FCE” que incluía un concepto o denominación que relacionaba a los FCE repetidos o similares. Este mismo procedimiento se repitió para los siguientes (10) entrevistados, los mismos que se compararon con los FCE de los primeros (10) entrevistados a fin de agregar, complementar o crear nuevos conceptos. Una vez que se consolidó la información de los (20) entrevistados, se logró definir una columna de “FCE”, donde se listaban los FCE consolidados bajo un único concepto, y una columna “Detalle” que incluía el texto original de cada entrevistado relacionado al FCE correspondiente.

7.6.5 Reseña de resultados de los FCE del estudio empírico

En atención al procedimiento antes señalado, los resultados incluyeron la identificación de (27) FCE en la “Relación i)”, (14) FCE en la “Relación ii)” y (7) FCE en “Otros”. Vale precisar, que los elementos comunes en las relaciones i) y ii) han sido resaltados en verde. De esta manera, se procederá a presentar el listado de los FCE identificados en el estudio empírico:

Leyenda de entrevistados				
MS = Mauro Sartori	VB = Víctor Besoain	MG = Mauricio González	JS = Javier Salinas	JSM = Jaime Sotomayor
PN = Pedro Neira	ASV = Ana Sofía Valdivia	FV = Fabio Valentim	JB = Javier Benavides	MC = Margarita Coronado
SR = Sergio Rodríguez	AT = Adriana Tortajada	GV = Gonzalo Villarán	CA = Carolina Arias	GM = Greg Mitchell
HF = Hernán Fernández	ArT = Arturo Torres	JMP = José Miguel Porto	DC = Dulio Costa	GR = Gianni Romaní

Relación i): Institución promotora – Inversionistas (gestor y aportantes)

FCE	Detalle	Entrevistado
Selección del Gestor Profesional (General Partner)	Gestores de fondos con perfil emprendedor.	MS, PN, GM, GR
	Participación de gestores locales e internacionales bajo estándares mínimos de regulación local.	MS, VB, PN, JB
	Equipo de trabajo del gestor del fondo que efectivamente otorgue capital inteligente, tenga pertenencia con el ecosistema y cuente con buen <i>track record</i> .	MS, VB, MC, CA, GM, HF, DC, GR
	Flexibilidad en los criterios de evaluación para la postulación de la gestora de fondos.	VB, MG, MC, SR, ArT, PN
	Capacidad de gestión del fondo, tanto en la administración de empresas tecnológicas como en la administración de recursos de terceros.	VB, SR
	Exigencia a gestores y firmas extranjeras para que tengan presencia local con ciertos niveles de flexibilidad.	MC, SR
	Capacidad de levantamiento de capital del fondo.	SR
	Flexibilidad en las medidas de éxito, por ejemplo, valiéndose de aspectos no financieros.	SR
	Especialización de gestores e inversionistas en empresas de etapa temprana.	CA, GR
	Participación de personal vinculado a fondos de impacto con presencia regional como potenciales inversionistas de riesgo.	GM
	Compromiso del gestor por el 5% del capital comprometido. Debería significar un esfuerzo para el gestor.	DC

	Priorizar la participación de inversionistas ángeles dentro de las estructuras de capital emprendedor, tanto como inversionistas como gestores de fondos.	DC, GR
	Identificar los <i>economics</i> de los fondos de inversión (tamaño mínimo, levantamiento de capital, <i>carried interest</i> , <i>tickets</i> de inversión).	ASV
Tamaño mínimo del fondo	Identificar un tamaño mínimo del fondo.	SR, AT, GM, HF, ArT, JMP, ASV
	Tamaño del fondo de inversión que asegure inversión futura en empresas exitosas del portafolio (<i>follow-on funds</i>).	MS, VB, JS, MG, PN, MC, CA
Follow-on funds	Fomentar <i>follow-on funds</i> que puedan atender la brecha de acceso a capital entre etapas tempranas y capital privado.	SR
	Generar condiciones para que se puedan dar <i>follow-on</i> a las empresas exitosas del portafolio.	GM
	<i>Follow-on funds</i> para incrementar el valor de una empresa a fin de no acelerar una desinversión.	HF
Participación de inversionistas institucionales	Participación de inversionistas institucionales (<i>family offices</i> , <i>endowments</i> de universidades, personas naturales con alto patrimonio, fondos de pensiones, fondos de fondos, seguros, banca de desarrollo, emprendedores con éxito, multilaterales).	MS, MG, PN, JSM, MC, AT, CA, GM, GV, DC.
	Participación de personas naturales con altos patrimonios en los esquemas de <i>microfondos</i> VC. Las AFPs no han mostrado interés en el sector.	JS, FV
	Participación de la banca de desarrollo para fomentar el capital privado.	MG
	Identificar la conveniencia de los demás aportantes (en el caso peruano, AFPs, ONP, COFIDE y multilaterales) sobre el uso de un instrumento de <i>equity</i> o deuda para el esquema de promoción.	MG
	Abrir la oportunidad que Fondo de Fondos, <i>family offices</i> y multilaterales puedan realizar estrategias de <i>cherry picking</i> a través de un fondo local.	MG
	Generar condiciones que hagan atractiva la entrada de potenciales inversionistas (extranjeros, capital privado, incubadoras y aceleradoras).	SR, AT
	Participación de COFIDE como inversionista pasivo (<i>limited partner</i>).	SR
	A futuro, los aportantes del Fondo de Fondos deberían ser terceros, preferentemente privados.	ArT

	Promover la inversión de personas naturales a través del establecimiento de una norma equivalente a la existente sobre fondos mutuos (tratamiento tributario excesivo).	DC
	Limitar los derechos políticos de los inversionistas que sean personas naturales para mejorar gobernabilidad.	DC
Desinversión a través de ventas privadas	Desinversión a través de ventas estratégicas a falta de un mercado de valores profundo.	MS, VB, MG, JSM, ASV, FV, JB, MC, AT, CA, GM, GV, HF, ArT, GR
	Desinversión a través de compra de participaciones de fondo a fondo.	MS, VB, MG, JSM, ASV, FV, JB, MC, AT, CA, GM, HF, ArT, GR
	Desinterés de los inversionistas por adquirir posiciones minoritarias en tesis de capital privado.	DC
	En la desinversión, flexibilidad para que el gestor pueda vender su participación en la oportunidad correcta.	DC
Desinversión a través del mercado de valores	Estrategia de desinversión a través del impulso del mercado alternativo de valores (MAV)	JS, ArT
Uso de instrumento de deuda	Condiciones favorables del crédito, por ejemplo, una tasa de interés devengada anualmente, pero pagada en la liquidación y calculada sobre el rendimiento del fondo.	VB, GR
	Instrumento de deuda evita una participación activa del Estado y representa menor riesgo para la institución promotora.	VB, GR
	Un préstamo o instrumento de deuda sujeto a pagos periódicos de interés desconocería la naturaleza de las inversiones de los fondos, considerando la inexistencia de flujos en sus primeros años.	JS
Uso de instrumento de equity	La deuda es un instrumento que no resulta atractivo para los inversionistas en el levantamiento de capital del fondo por la preferencia en la liquidación y por la percepción de los inversionistas que la deuda se estaría pagando con los aportes de los inversionistas.	MS
	Participación de la banca de desarrollo a través de inversiones en <i>equity</i> o <i>pseudo equity</i> en los fondos de inversión.	JS, JB, MC, CA, HF, ArT

	Correspondencia en la naturaleza del capital (deuda o <i>equity</i>) invertido por la banca de desarrollo u otra institución estatal y el capital invertido por parte de los fondos de inversión en las empresas objetivo.	JS
	Participaciones minoritarias de la entidad promotora en los fondos de inversión.	AT
	Inversión en fondos, no directamente en empresas.	CA
	Posibilidad de compra de la participación del Estado por parte del inversionista en casos de éxito.	ArT
Políticas de buen gobierno corporativo	Relación entre administradores e inversionistas a través de políticas de buen gobierno corporativo.	VB, MG
	Igualdad entre las partes en caso exista una participación por una institución vinculada al Estado. No debería tener preferencia frente a los demás inversionistas en la liquidación del fondo.	JS
	Independencia en el gobierno corporativo de la banca de desarrollo o institución pública limitando la injerencia política.	MC
	Independencia e intangibilidad del vehículo de inversión promotor de capital emprendedor ante injerencias externas a fin de generar confianza en los inversionistas.	ArT
Prevenir conflictos de interés	Manejo de los conflictos de interés entre el gestor y los inversionistas.	VB
Objetivos del programa de promoción alineados a la naturaleza del mercado de capital de riesgo	Identificar la brecha de acceso a capital de las empresas que se busca promocionar.	JS, AT, GM, GR
	Diversificación del portafolio del fondo en diferentes sectores.	JS, JSM, HF
	Contar con una tesis de inversión que involucre la identificación de la empresa objetivo (tamaño y tipo), los periodos de madurez, el <i>ticket</i> de inversión, las condiciones de <i>follow-on</i> , el periodo, los sectores, entre otros.	PN, JS, JSM, JB, MC, SR, CA, ArT, GR, ASV
	Política de inversión adecuada al mercado objetivo.	MC
	Rigurosidad en la política de inversión del fondo a fin de que la tesis de inversión sea sostenible.	MC
	Desincentivar la existencia de fondos demasiado grandes ante la insuficiencia de <i>deal flow</i> en el mercado local.	MC
	Flexibilidad en inversión en empresas domiciliadas y no domiciliadas. Establecer criterios flexibles sobre nacionalidad de las empresas objetivo. Beneficiar realmente al público objetivo más allá de las formalidades.	VB, SR, ArT
	Buscar el efecto multiplicador en la inversión.	AT

	Promover la inversión en ciertas industrias/verticales.	GV
	Integración de empresas similares dentro de los países de la región a fin de convertirlas en un actor regional y potenciar su valuación.	HF
	Los tres criterios más importantes que evaluarían los inversionistas son: liquidez, riesgo y rentabilidad.	JB
Subsidiar management fee del Gestor Profesional (General Partner)	Para promocionar la industria, el Estado podría participar subsidiando los gastos de administración del fondo - <i>management fee</i> por un periodo determinado.	JS, JSM, ASV, HF
Inversión escalonada	Inversión escalonada en el fondo en base al cumplimiento de objetivos (<i>milestones</i>).	JS
Mejoradores/ seguros de riesgo o rendimiento	Mejoradores de riesgo de la banca de desarrollo dirigidos a fondos de <i>Private Equity</i> que mejoren las condiciones del levantamiento de capital (<i>fundraising</i>).	MG
	Mejoradores de rendimiento de los fondos de <i>Private Equity</i> .	MG
	El Estado podría ofertar una póliza de seguro de riesgo profesional dirigida al gestor.	DC
Identificar etapas de inversión y desinversión	Identificar etapas de inversión y desinversión e implementar un instrumento de promoción del capital de riesgo de acuerdo a las necesidades particulares de cada etapa.	MG, SR
	Promoción de fondos de capital privado a través de instrumentos de <i>quasi-equity</i> que, en un año determinado, se convierten en un instrumento de deuda.	MG
Aplicación de matching funds	Participación de la banca de desarrollo a través de un esquema de coinversión y aplicando una estrategia de <i>matching</i> (entrega de inversión en directa proporción al levantamiento de capital por parte del emprendedor).	PN, JSM, JB
Participación activa del inversionista y pasiva del Estado	Dentro del esquema de fomento, delegar la decisión de inversión a los especialistas, considerando la ausencia de <i>know how</i> en la institución del Estado.	PN
	Rol secundario del Estado, delegar la libertad de términos de la inversión a las partes.	PN
	En caso exista una participación de la banca de desarrollo, esta institución no debería asumir la figura de liderazgo (<i>lead investor</i>), ya que se convertiría en el principal aportante y generador de las principales condiciones.	PN, AT
	Comité de inversiones del programa público de promoción que solo revisará las formalidades.	ArT

	Flexibilidad para que el gestor realice <i>follow-on</i> a determinadas empresas con sus propios recursos.	ArT
Estructura de lead investor y syndicates	Identificar <i>lead investors</i> en el mercado con potencial de influir en la participación de más actores.	PN, JSM, FV
	Promover estructuras de <i>syndicates</i> que funcionen como una transición en el proceso de levantamiento de capital del fondo. Promueve la confianza entre el gestor e inversionistas.	GM
	Incentivar la confianza entre el gestor y los aportantes, y entre el fondo y la empresa objetivo.	DC
Determinar management fee	Controlar el <i>management fee</i> del administrador a fin de que exista un incentivo en la generación de valor.	JSM, MC
	El <i>management fee</i> es necesario dada la inmadurez del ecosistema.	ASV
	<i>Management fee</i> de acuerdo a las condiciones del mercado que permitan la operación de un equipo gestor calificado hasta el periodo de desinversión.	SR, AT, GM, HF, JMP, DC
Compensación del gestor asociada a la generación de valor	Privilegiar estructuras que prioricen la retribución en función a la generación de valor, especialmente que las partes (gestor e inversionistas) se beneficien por el <i>carried interest</i> y no por el <i>management fee</i> .	JSM, SR, GM, GV, HF, DC, GR
	Generar un solo tipo de compensación: <i>carried interest</i> .	JSM
	<i>Carried interest</i> , de acuerdo al mercado y establecido por las partes.	MC
	Retorno esperado de los fondos de acuerdo al mercado.	AT
	Priorizar el retorno, luego labor de fomento.	AT
	Alineamiento de incentivos en los inversionistas y el administrador del fondo, y entre estos últimos y los emprendedores.	JSM
Distribución periódica de rendimientos del fondo	Distribución anticipada de rendimientos a favor de los aportantes previo a la desinversión.	FV
Coinversión de la banca de desarrollo en startups	Participación de Fondos de Fondos, <i>family offices</i> o multilaterales en esquemas de coinversión en empresas objetivo en conjunto con fondos locales.	MG
Coinversión de la banca de desarrollo en startups	Participación de la banca de desarrollo en esquemas de coinversión en <i>startups</i> .	FV
	Flexibilidad en la forma de inversión (por ejemplo, 80% en fondos, 20% en coinversión en empresas objetivo).	AT
Aspectos tributarios	Impuesto a las ganancias de capital a fondos podría resultar perjudicial para la promoción del capital de riesgo.	MC
	Incentivos fiscales para la inversión en etapas tempranas.	HF

promotores de la inversión	Existen algunas limitaciones como el tratamiento fiscal a las ganancias de capital en las notas convertibles.	ASV, JB, JMP
Protección de accionistas minoritarios	Protección a los accionistas minoritarios en las estructuras de inversión.	AT

Relación ii): Fondo de capital de riesgo – *Startups*:

FCE	Detalle	Entrevistado
Características de la empresa objetivo	Enfoque en la capacidad innovadora de las empresas objetivo.	VB
	Los fondos buscarían empresas objetivo con las siguientes características: escalabilidad, mercado potencial y crecimiento (tracción) de corto plazo.	FV
	Criterios importantes de evaluación en las <i>startups</i> objetivo incluyen al equipo, la variedad de perfiles dentro del equipo (visión, comercial, tecnológico), en especial, el perfil comercial (ventas).	FV
	Los tres criterios más importantes que evaluarían los inversionistas son: liquidez, riesgo y rentabilidad.	JB
	Criterios de evaluación de una red de inversionistas ángeles incluyen estos tipos de validaciones: comercial, técnica y legal.	JB
	Correcta valuación de la empresa permitirá que los emprendedores sepan la realidad de su compañía, de tal manera que, puedan presentarla y venderla de manera más acertada.	CA
	Empresas objetivo con tracción, escalabilidad y visión regional.	GM
	La principal preocupación de un inversionista es el retorno de su inversión en un periodo determinado de tiempo y la incertidumbre de verse diluido ante nuevas rondas de inversión a valorizaciones menores (<i>down-round</i>).	JMP
Participación minoritaria en la empresa objetivo	Participaciones minoritarias de los fondos en las <i>startups</i> objetivo.	JSM, FV, JB
Participación activa del fondo en la empresa objetivo	Participación activa de los inversionistas; por ejemplo, que ocupen uno o más puestos en el Directorio por el valor que aportan a la compañía.	JSM, JB
	Incentivar a la gerencia general de las empresas objetivo a través de <i>stock options</i> .	DC, GR
	El gestor cumple un rol de <i>coach</i> y seguimiento en la empresa objetivo.	DC

	Alineamiento de incentivos entre los inversionistas y el administrador del fondo, y entre el fondo y los emprendedores.	JSM
Protección de accionistas minoritarios	Protección de los derechos de los accionistas minoritarios (cláusulas <i>drag along</i> – <i>tag along</i>).	JB, JMP
Políticas de buen gobierno corporativo	Importancia de los estatutos y el sistema de gobernanza de la empresa objetivo.	JB
	Políticas de buen gobierno corporativo en la empresa objetivo.	DC
Confianza entre inversionista y emprendedor	Espacios en que los emprendedores e inversionistas se conozcan y generen relaciones de confianza (por ejemplo, sesiones 1-1 entre emprendedores e inversionista ángel).	CA, GR
Desinversión	Conocimiento de cómo vender la empresa por parte del emprendedor.	CA
Compra de acciones comunes o preferentes	Las acciones preferentes se recomiendan para rondas más avanzadas. Las acciones preferentes traen como consecuencia que se deban negociar otros aspectos que elevan los costos de transacción como son: (i) preferencia en dividendos; (ii) derechos de preferencia en liquidación; (iii) disposiciones de protección; (iv) cláusulas anti-dilución, (v) conversión facultativa; (vi) redención obligatoria; (vii) derechos de <i>tag-along</i> ; (viii) derechos de <i>drag-along</i> , entre otros.	JMP
Aspectos regulatorios promotores de la inversión	Deficiencias regulatorias en la manera como se han venido estructurando los instrumentos de deuda convertible. Recomendación de uso de deuda más opción de compra que permite que el exceso sobre el valor nominal pagado por las acciones se pueda reconocer como una prima de capital (siendo el reto que la opción deberá contener los elementos esenciales de la compra de acciones, como son la valorización de la empresa, lo cual es siempre difícil de determinar en el tiempo).	JMP
	Limitaciones regulatorias para la entrega de acciones a cambio de servicios a los colaboradores clave de la sociedad.	JMP
Aspectos tributarios promotores de la inversión	Beneficios tributarios para emprendedores e inversionistas de etapas tempranas.	MS, FV, AT
	Existen algunas limitaciones como el tratamiento fiscal a las ganancias de capital en las notas convertibles que perjudicarían las inversiones de capital de riesgo.	ASV, JB, JMP

Inversión escalonada	Inversión escalonada en el fondo en base al cumplimiento de determinados hitos (<i>milestones</i>).	JS
-----------------------------	---	----

Otros:

FCE	Detalle	Entrevistado
Desarrollo de la cadena de inversión	Mayor cantidad de fondos de capital emprendedor dirigido a distintas etapas de inversión.	MS, PN, GM, GV
	La existencia de mecanismos de capital previos como fondos de capital semilla e inversionistas ángeles.	MS
	El rol de las incubadoras y aceleradoras para mejorar los emprendimientos.	MS
	Impulsar el desarrollo de la cadena de inversión/financiamiento, limitando las trabas regulatorias existentes para el desarrollo de las etapas previas al capital de riesgo.	JS
	A diferencia del PE, en VC existen más etapas de fondeo.	MG
	Mayores oportunidades para nuevos inversionistas ya que existe una preferencia natural por los fondos internacionalmente reconocidos.	MG
	Mayor cantidad de oferta de capital semilla y <i>early-stage</i> como validación previa a la entrada de fondos de capital de riesgo.	PN, JSM, FV, JB, HF
	Impulsar capacitaciones en inversionistas potenciales que actualmente participan en sectores más tradicionales.	PN, FV, HF
	Reconocer que la inversión de capital de riesgo cuenta con mayor enfoque en las personas (emprendedor).	GM
	Promover la existencia de fondos de crecimiento.	GM
	Avalarse de la existencia de una sólida industria financiera local.	VB
	Política dirigida a la promoción del capital de riesgo, más allá de solo cambios legislativos.	GR
	Cultura y consciencia en la población sobre la importancia del capital de riesgo.	GR
	Fomentar la capacidad de inversión de actores locales (comité de inversión, inversionistas, emprendedores con perfil de inversión, administradores de fondos de inversión).	SR

Deal flow – masa crítica de emprendimientos dinámicos	<i>Deal flow</i> (cantidad y calidad de oportunidades de inversión).	MS, VB, MG, FV, JB, SR, CA, GM, HF, ArT, JMP, DC
	Promover programas de <i>softlanding</i> que potencien la masa crítica de emprendimientos locales.	GV
	Aprovechar las ventajas competitivas de América Latina para promover, por ejemplo, el emprendimiento social.	GV
Desarrollo del ecosistema de emprendimiento dinámico	Crecimiento del ecosistema de emprendimiento local incorporando nuevos actores (incubadoras, aceleradoras, capital semilla, inversionistas ángeles).	VB, MG, CA, GR
	Es fundamental que, para el desarrollo de emprendimientos de alto impacto, exista acceso al capital, talento y a la última tecnología.	PN, HF
	Facilidades para atraer talento extranjero, por ejemplo, con el ingreso temporal de profesionales.	ASV, GV, HF
Marco regulatorio	Marco legal sólido y estable para la constitución de fondos de inversión.	VB, MG
	Marco regulatorio (costo de formalización de empresas).	MS
	Políticas de libre mercado, contrario a aquellas proteccionistas.	HF
	Existen barreras burocráticas en el mercado que incrementan innecesariamente los costos de transacción (como son, procesos notariales e inscripciones registrales innecesarias en ciertos casos).	JMP
	Reglas de valor de mercado en la transferencia de acciones que aplican a la transferencia de acciones en <i>startups</i> que no cuentan con un mercado líquido en el cual puedan ser transadas estas acciones.	JMP
Rol promotor de la Banca de Desarrollo	Participación de la banca de desarrollo respaldando el proceso de <i>due diligence</i> y el levantamiento de capital del fondo asumiendo el mismo riesgo que los demás inversionistas.	MS
	Apoyo de la banca de desarrollo en el acceso al capital para las empresas en etapas tempranas.	FV
	Apoyo de la banca de desarrollo en facilitar la transferencia de tecnología y talento.	FV
	Facilitar la inversión de riesgo, por ejemplo, ejerciendo un rol de articulador entre la oferta y demanda.	SR, HF

	Liderazgo inicial del Estado en la promoción de fondos de capital emprendedor por elevado nivel de riesgo.	GV, HF
	Participación pasiva y secundaria del Estado. Delegar protagonismo a los inversionistas por el mayor contacto con los emprendedores.	GV, ArT
Visión regional de los inversionistas y emprendedores	Visión de invertir en la Alianza del Pacífico o a nivel regional a través del desarrollo de un mercado común y la libertad de movimiento de recursos, capital y personas.	JS, ASV, FV, SR, AT, GV, HF
Promoción de <i>Private Equity</i> (capital privado)	Desarrollo previo del capital privado para generar credibilidad en el mercado.	AT
	El desarrollo del capital privado también potencia <i>follow-on funds</i> .	AT
	Promover que fondos de capital privado vean al capital emprendedor como una estrategia de diversificación.	GV

7.6.6 Resumen de los FCE

Como fue señalado anteriormente, la clasificación de los FCE en las relaciones i) y ii) permitió realizar una sistematización de los mismos. Dicha presentación, permitirá, en primer lugar, hacer un listado de los FCE sistematizados, sin perjuicio de recurrir al “Detalle” para identificar sus componentes y la respectiva fuente. En segundo lugar, permitirá realizar una tabla de frecuencia, calculada en función a la cantidad de elementos que componen cada FCE y su respectiva repetición por uno o más expertos. El objetivo de la tabla de frecuencia será identificar aquellos FCE que, en atención a su mayor repetición, deberán tener mayor consideración en la propuesta del vehículo de inversión objeto de estudio. De esta manera, se procederá a ordenar de mayor a menor frecuencia los FCE identificados en el estudio empírico:

1. Relación i): Institución promotor e Inversionistas (gestor y aportantes)

#	Factor Crítico de Éxito	Frecuencia
1	Selección del Gestor Profesional (<i>General Partner</i>)	35
2	Desinversión a través de ventas privadas	31
3	Objetivos del programa de promoción alineados a naturaleza del mercado de capital de riesgo	27

4	Participación de inversionistas institucionales	21
5	Tamaño mínimo del fondo	14
6	Compensación del gestor asociada a la generación de valor	12
7	Uso de instrumento de <i>equity</i>	11
8	Determinar <i>management fee</i>	9
9	Participación activa del inversionista y pasiva del Estado	6
10	Aspectos tributarios promotores de la inversión	6
11	Estructura de <i>lead investor</i> y <i>syndicates</i>	5
12	Políticas de buen gobierno corporativo	5
13	Uso de instrumento de deuda	5
14	Subsidiar <i>management fee</i> del Gestor Profesional (<i>General Partner</i>)	4
15	Mejoradores/ seguros de riesgo o rendimiento	3
16	Identificar etapas de inversión y desinversión	3
17	Aplicación de <i>matching funds</i>	3
18	<i>Follow-on funds</i>	3
19	Coinversión de la banca de desarrollo en startups	3
20	Desinversión a través del mercado de valores	3
21	Inversión escalonada	1
22	Prevenir conflictos de interés	1
23	Distribución periódica de rendimientos del fondo	1
24	Protección de accionistas minoritarios	1

2. Relación ii): Fondo de capital de riesgo – Startup

#	Factor Crítico de Éxito	Frecuencia
1	Características de la empresa objetivo	8
2	Participación activa del fondo en la empresa objetivo	6
3	Aspectos tributarios promotores de la inversión	6
4	Participación minoritaria en la empresa objetivo	3
5	Políticas de buen gobierno corporativo	2

6	Confianza entre inversionista y emprendedor	2
7	Protección de accionistas minoritarios	2
8	Compra de acciones comunes o preferentes	1
9	Desinversión	1
10	Inversión escalonada	1

3. Otros

#	Factor Crítico de Éxito	Frecuencia
1	Desarrollo de la cadena de inversión	25
2	<i>Deal flow</i> – masa crítica de emprendimientos dinámicos	14
3	Desarrollo del ecosistema de emprendimiento dinámico	9
4	Rol promotor de la Banca de Desarrollo	9
5	Marco regulatorio	8
6	Visión regional de los inversionistas y emprendedores	7
7	Promoción de <i>Private Equity</i> (capital privado)	3

7.7 Consolidación de los FCE (marco teórico y estudio empírico)

En atención a lo anterior, se ha logrado identificar un grupo de FCE en el marco teórico y otro grupo en el estudio empírico, en ambos casos, atendiendo a las categorías basadas en las relaciones i) y ii) utilizadas para el proceso de sistematización, además de la categoría “Otros” que incluye conceptos indirectamente relacionados al tema de estudio. De esta manera, considerando ambos grupos, se procederá a consolidar los FCE a fin de concluir un listado de los FCE identificados dentro de la presente investigación y que serán la base principal para realizar la propuesta de un vehículo de inversión que promueva el capital de riesgo para *startups* dinámicas y de alto impacto en el Perú. Aquellos FCE que fueron identificados tanto en el marco teórico como en el estudio empírico han sido resaltados en el cuadro que se presenta a continuación, en donde también se incluye la frecuencia de cada FCE.

1. Relación i): Institución promotor e Inversionistas (gestor y aportantes)

#	Factor Crítico de Éxito	Frecuencia
1	Objetivos del programa de promoción alineados a naturaleza del mercado de capital de riesgo	41
2	Selección del Gestor Profesional (<i>General Partner</i>)	36
3	Desinversión a través de ventas privadas	34
4	Participación de inversionistas institucionales	22
5	Tamaño mínimo del fondo	17
6	Compensación del gestor asociada a la generación de valor	16
7	Uso de instrumento de <i>equity</i>	11
8	Aspectos tributarios promotores de la inversión	9
9	Determinar <i>management fee</i>	9
10	Participación activa del inversionista y pasiva del Estado	7
11	Uso de instrumento de deuda	6
12	Desinversión a través del mercado de valores	6
13	Políticas de buen gobierno corporativo	5
14	Estructura de <i>lead investor</i> y <i>syndicates</i>	5
15	Inversión escalonada	4
16	Identificar etapas de inversión y desinversión	4
17	<i>Follow-on funds</i>	4
18	Distribución periódica de rendimientos del fondo	4
19	Subsidiar <i>management fee</i> del Gestor Profesional (<i>General Partner</i>)	4
20	Prevenir conflictos de interés	3
21	Mejoradores/ seguros de riesgo o rendimiento	3
22	Aplicación de <i>matching funds</i>	
23	Protección de accionistas minoritarios	2
24	Regímenes de responsabilidad diferenciados	2

2. Relación ii): Fondo de capital de riesgo – *Startup*

#	Factor Crítico de Éxito	Frecuencia
1	Participación activa del fondo en la empresa objetivo	18
2	Características de la empresa objetivo	8
3	Aspectos tributarios promotores de la inversión	6
4	Inversión escalonada	4
5	Distribución periódica de rendimientos del fondo	3
6	Protección de accionistas minoritarios	3
7	Compensación asociada a la generación de valor	3
8	Participación minoritaria en la empresa objetivo	3
9	Confianza entre inversionista y emprendedor	2
10	Políticas de buen gobierno corporativo	2
11	Desinversión	1
12	Compra de acciones comunes o preferentes	1

3. Otros

#	Factor Crítico de Éxito	Frecuencia
1	Desarrollo de la cadena de inversión	25
2	<i>Deal flow</i> – masa crítica de emprendimientos dinámicos	14
3	Marco regulatorio	10
4	Rol promotor de la Banca de Desarrollo	9
5	Desarrollo del ecosistema de emprendimiento dinámico	9
6	Visión regional de los inversionistas y emprendedores	7
7	Promoción de <i>Private Equity</i> (capital privado)	3

Los FCE antes identificados serán el principal insumo para la propuesta que se presenta en el siguiente acápite.

8. Propuesta del vehículo de inversión que promueva el capital de riesgo para *startups* dinámicas y de alto impacto en el Perú

Considerando como fuentes principales a los FCE identificados en el marco teórico y aquellos del estudio empírico, los mismos que fueron consolidados en el punto 8.7 de la presente investigación, se procedió a presentar la propuesta del vehículo de inversión que tendrá como objetivo la promoción del capital de riesgo para *startups* dinámicas y de alto impacto en el Perú.

De la misma manera, debe señalarse que la información de la propuesta ha sido compartida con (13) actores locales del ecosistema y (1) actor del ecosistema chileno, donde (5) de ellos fueron parte del estudio empírico; mientras que, (9) han participado exclusivamente de este último proceso. El objetivo fue recibir comentarios de los expertos para afinar la mayor cantidad de detalles en la propuesta. A continuación, se indican las personas que participaron en esta etapa.

Categoría	Entrevistado	Institución	Cargo	País
Estado	Pedro Grados Smith	COFIDE	Presidente del Directorio	Perú
Estado	Luis Terrones Morote	COFIDE	Gerente de Emprendimiento	Perú
Inversionista	Greg Mitchell	Angel Ventures Perú	Managing Partner	Perú
Estado	Omar Gutiérrez	Superintendencia del Mercado de Valores	Superintendente Adjunto de Supervisión Prudencial	Perú
Legal	Alfredo Lau-Tam	Estudio Olachea	Abogado	Perú
Inversionista	Víctor Pinto	Maj Invest	Investment Manager	Perú
Legal	José Miguel Porto	Montezuma y Porto Abogados	Socio Fundador	Perú
Emprendedor	Pedro Neira	MiMediaManzana	CEO	Perú
Estado	Sergio Rodríguez	Ministerio de la Producción	Director de Innovación	Perú
Inversionista	Alejandro Ponce	Ataria Ventures	Fundador	Perú
Estado	Charlotte Ducrot	Swiss Entrepreneurship Program	Gerente General	Perú
Inversionista	Daniel Vergaray	MDS Fondo de inversión	Research Analyst	Perú
Inversionista	Gino Bettocchi	Profuturo AFP	Gerente de Inversiones	Perú

Academia	Gianni Romaní	Universidad Católica del Norte	Directora Programas de Postgrado	Chile
----------	---------------	--------------------------------	----------------------------------	-------

8.1 Contexto – El capital de riesgo en el Perú

Dentro de la investigación, se pudo identificar que la actual oferta de capital de riesgo para *startups* dinámicas y de alto impacto en el Perú está dada por dos fuentes principales; en primer lugar, por los programas que involucran una participación directa o indirecta por parte de algún organismo del Estado, como es el caso de Kickstart Perú dentro del programa de promoción del emprendimiento de COFIDE, FOMIN y una empresa privada; Start-Up Perú de PRODUCE; e Ideas Audaces de CONCYTEC.

En segundo lugar, por la inversión de fuente privada incluida en un informe de Angel Ventures Perú⁹⁵ que analiza la inversión en capital semilla entre los periodos 4Q 2015 hasta 1Q 2017. Vale precisar que, respecto a la primera fuente, los tres programas han generado, a la fecha de la presente investigación, desembolsos en (317) *startups* por un total aproximado de US\$ 6,460,000; mientras que, la segunda fuente ha considerado inversiones en (14) *startups* por un total de US\$ 5,270,000. En total, se han considerado (331) startups con acceso a US\$ 11,730,000 en capital público o privado para el desarrollo de su negocio. A continuación, se señalan las especificaciones de cada programa.

En primer lugar, el fondo de inversión Kickstart Perú, un fondo de capital presemilla y semilla para emprendimientos dinámicos y de alto impacto, se constituyó en el marco del proyecto “Instrumento de apoyo al fortalecimiento del ecosistema de emprendimiento dinámico en el Perú”, cuyas partes incluían a COFIDE, el FOMIN y Alta El Dorado Emprendimiento. El fondo fue constituido en 2014, es administrado por Kickstart Perú Management LLC y tiene hasta US\$ 3,000,000 en activos administrados. Es importante precisar que ni COFIDE ni FOMIN colocaron recursos en el fondo o en las empresas del portafolio de dicho fondo; tampoco, asumieron una participación activa en el mismo, más allá de ser miembros del Comité de Inversión que evaluaba mensualmente los proyectos postulantes. Es así, como este proyecto tuvo vigencia entre octubre de 2014 y junio de 2016, en donde los resultados incluyeron a (107) *startups* postulantes, (72) de ellas evaluadas en

⁹⁵ En la actualidad, el reporte de Angel Ventures Perú es compartido a través de la Asociación Peruana de Capital Semilla y Emprendedor (PECAP) que integra, a enero de 2018, a cinco redes de inversionistas ángeles: Angel Ventures Perú, BBCS Capital, Capital O, PAD-Red de inversionistas ángeles y UP4Angels. La información es recolectada a través de las redes y publicada de manera trimestral en el portal: www.pecap.pe

Comité de Inversión y (8) inversiones realizadas, comprometiendo un total de US\$ 95,000. En atención a estas cifras, se puede calcular un monto de inversión promedio de US\$ 12,000 por empresa como capital presemilla o semilla. Finalmente, el rango de inversión de Kickstart Perú consideró montos entre US\$ 5,000 hasta US\$ 15,000.

En segundo lugar, en la Quinta Convocatoria de Start-Up Perú, finalizada el 30 de enero de 2017, el programa incluía tres tipos de concursos que buscaban beneficiar con recursos no reembolsables (*grants*) a *startups* dinámicas y de alto impacto, de acuerdo al siguiente detalle:

Nombre del concurso	Emprendedores Innovadores	Emprendimientos Dinámicos	Empresas de Alto Impacto
Tipo	Capital semilla no reembolsable	Capital semilla no reembolsable	Capital de crecimiento no reembolsable
Empresa objetivo	Modelos de negocio basados en innovaciones de producto, procesos, servicios o forma de comercialización, que cuente con Producto Mínimo Viable.	Mismo criterio de innovación que el concurso anterior. Registro Único de Contribuyentes (RUC) vigente entre 1-5 años. En los últimos 12 meses o ejercicio fiscal, facturación.	Mismo criterio de innovación que el concurso anterior. Registro Único de Contribuyentes (RUC) vigente entre 2-7 años. En los últimos 36 meses, facturación mínima de 150 UIT y máxima de 1,700 UIT en los últimos 12 meses.
Plazo máximo	12 meses	18 meses	24 meses
Monto máximo del financiamiento	15,000	30,000 (facturación entre 10 a 29 UIT) y 45,000	150,000

(aproximado en US\$) ⁹⁶		(facturación mayor a 30 UIT)	
Contrapartida del equipo beneficiado	30% del presupuesto del proyecto	30% del presupuesto del proyecto	30% del presupuesto del proyecto

Vale precisar que, si bien a la fecha de la presente investigación no existen resultados de la Quinta Generación de Start-Up Perú, será válido señalar que los montos de US\$ 15,000, US\$ 30,000, US\$ 45,000 y US\$ 150,000 constituyen parte de la oferta de capital a *startups* en el Perú, bajo la forma de recursos no reembolsables.

En tercer lugar, el CONCYTEC también ha desarrollado programas de apoyo al emprendimiento dinámico y de alto impacto en el Perú a través de Cienciactiva y su programa Ideas Audaces. Vale señalar que las características de este programa se diferencian de los programas previamente señalados, ya que, este se encuentra focalizado exclusivamente en emprendimientos de los sectores de salud, medioambiente y agricultura. A continuación, se detallan las características de este programa:

Programa	Ideas Audaces Perú	
Fases	Fase I: Prueba de concepto y formulación de plan	Fase II: Transición a escala
Tipo	Capital semilla	Capital de crecimiento
Empresa objetivo	Emprendimientos innovadores de base científica/tecnológica.	Emprendimientos innovadores de base científica/tecnológica.
Plazo máximo	18 meses	3 años

⁹⁶ Tipo de cambio al 7 de febrero de 2017: S/ 3.29. Los montos originales en Soles (S/) equivalen a S/ 50,000; S/ 100,000 y S/ 150,000; y, S/ 500,000, respectivamente. El valor de la UIT para el 2017 es de S/ 4,050, aproximadamente US\$ 1,231 bajo el mismo tipo de cambio de S/ 3.29.

# UITs	S/	US\$
10	40,500.00	12,310.03
29	117,450.00	35,699.09
30	121,500.00	36,930.09
150	607,500.00	184,650.46
1,700	6,885,000.00	2,092,705.17

Monto máximo del financiamiento (aproximado en US\$⁹⁷)	30,000	80,000 a 300,000
Contrapartida del equipo beneficiado	Equivalente o superior al aporte de Cienciactiva y que corresponderá por lo menos al 50% del monto monetario total.	

De esta manera, se considerarán montos de US\$ 30,000, US\$ 80,000 y US\$ 300,000 como datos referenciales para los programas de CONCYTEC. No obstante, debe precisarse que el impacto de este programa en el ecosistema de emprendimiento peruano podría verse afectado por la segmentación en los sectores de salud, medioambiente y agricultura.

En cuarto lugar, en el informe de Angel Ventures Perú (Angel Ventures Perú 2017), se identificaron (14) rondas de inversión cerradas dentro del periodo 1Q 2015 hasta 1Q 2017 por un total de US\$ 5,270,000, un tamaño de ronda promedio de US\$ 380,000, valorización *pre-money* mediana de US\$ 1.6M y un 18% promedio de *equity* entregado a los inversionistas por ronda. Adicionalmente, de acuerdo al informe, existe un total de US\$ 3,020,000 que corresponde a inversión de fuente local (57% sobre el total). Finalmente, el rango de inversión señalado en el informe incluye montos desde US\$ 80,000 hasta US\$ 750,000.

A continuación, se presenta un cuadro que resume la información antes señalada:

Programa	Fuente de capital	Rango de inversión (US\$)⁹⁸	Monto de inversión promedio (US\$)⁹⁹
Kickstart Perú	Privado	5,000 – 15,000	12,000
Start-Up Perú	Público	15,000 – 150,000	15,000
			30,000
			45,000

⁹⁷ Tipo de cambio al 7 de febrero de 2017: S/ 3.29. Los montos originales en Soles (S/) equivalente a S/ 100,000; y, S/ 260,000 y S/ 1,000,000, respectivamente

⁹⁸ Tipo de cambio al 7 de febrero de 2017: S/ 3.29

⁹⁹ Tipo de cambio al 7 de febrero de 2017: S/ 3.29

			150,000
Ideas Audaces	Público	30,000 – 300,000	30,000
			80,000
			300,000
Diversos ¹⁰⁰	Privado	80,000 – 750,000	380,000

En este cuadro, se puede identificar que los programas que, directa o indirectamente, cuentan con participación de un organismo del Estado peruano están concentrados en montos entre los US\$ 15,000 hasta los US\$ 300,000; no obstante, debe señalarse que, a la fecha, el programa de Ideas Audaces que involucra el desembolso de US\$ 300,000, no ha tenido adjudicaciones. De esta manera, la promoción de la oferta de capital de riesgo para *startups* en el Perú estaría concentrada en montos hasta los US\$ 150,000; existiendo una importante oportunidad de promover etapas mayores a dicho monto debido a la presencia de la actividad privada en rondas de inversión hasta los US\$ 750,000 y a la mayor cantidad de *startups* demandantes de capital. Finalmente, debe señalarse que esta información será necesaria para determinar parámetros en base a hitos de montos de inversión que permitirán definir la cadena de inversión de capital de riesgo y la concentración de la masa crítica de *startups* en el Perú.

8.2 Lineamientos generales del vehículo de inversión

Considerando lo anterior, deberán definirse ciertas cuestiones generales del vehículo de inversión como son la etapa en la cadena de inversión, el tamaño de mercado de *startups*, las características de los beneficiarios, incluyendo a los inversionistas y las empresas objetivo, y el instrumento de inversión. Las especificaciones de cada uno de estos puntos tendrán como base al marco teórico y la identificación de los FCE que hacen parte de la presente investigación.

8.2.1 Etapa en la cadena de inversión

Primero, deberá definirse la etapa en que se posicionará el vehículo de inversión dentro de la cadena de inversión y el ciclo de vida de las *startups*. Este punto fue identificado en el estudio empírico dentro del FCE “Objetivos del programa de promoción alineados a la

¹⁰⁰ Se incluyen los programas considerados en el reporte de capital de semilla de Angel Ventures Perú (Angel Ventures Perú 2017).

naturaleza del mercado de capital de riesgo”, el mismo que tuvo la mayor frecuencia de la relación i) con 41 respuestas. Dentro del “Detalle” de este FCE, se incluyeron una serie de características que hacían referencia a los criterios que deberían considerarse en el programa de promoción del capital de riesgo. Específicamente, existieron 15 respuestas dentro de este FCE que consideraron crítica la identificación de la brecha de acceso a capital de las *startups* en el Perú.

Para definir este punto, en primer lugar, se debe precisar que en el punto 8.2.3 del presente documento, se estableció que la cadena de inversión consideraría las etapas de *Friends, Family & Fools* (FFF), capital semilla, inversión ángel y capital de riesgo; esta última enfocada en las etapas de crecimiento o expansión. No obstante, en el proceso de validación de la propuesta se sugirió evitar la diferenciación entre capital semilla e inversión ángel, debido a que la participación de los inversionistas ángeles se daba en diversas etapas de la cadena de inversión. Por tal razón, se ha considerado utilizar la nomenclatura utilizada en el reporte de Divarakaran, McGinnis y Shariff (2014) para el Banco Mundial, en donde se reconocen las etapas de capital semilla, capital *startup* y capital *early stage* (Divakaran, McGinnis y Shariff 2014, 6); con la única variación de cambiar la denominación “capital *early stage*” por “capital de riesgo – Serie A” a fin de mantener la coherencia con las definiciones establecidas en la presente investigación. Bajo tal nomenclatura, se evita el riesgo de segmentar la inversión ángel a una sola etapa de la cadena y se mantiene el enfoque de la definición de capital de riesgo en aquellas etapas de crecimiento o expansión que cuentan con un determinado nivel de validación.

En segundo lugar, deben definirse unos montos de inversión referenciales que permitirán definir las etapas de capital semilla, capital *startup* y capital de riesgo – Serie A, respectivamente. Para ello, la primera fuente serán los montos de inversión identificados en el punto 9.1 de la presente investigación sobre la actual oferta de capital de riesgo para *startups* en el Perú.

La segunda fuente, considerará los testimonios de un grupo de entrevistados en el estudio empírico, destacándose aquellos vinculados a la inversión en etapas tempranas. El primero de ellos fue Hernán Fernández, *Managing Partner* de Angel Ventures México, quien estableció que, en promedio, la participación de un inversionista ángel involucraría rondas

de capital semilla entre US\$ 100,000 y US\$ 500,000. En la misma línea, Greg Mitchell, *Managing Partner* de Angel Ventures Perú, consideró que los inversionistas ángeles podrían participar en rondas de capital presemilla entre US\$ 25,000 y 50,000 y rondas de capital semilla entre US\$ 250,000 hasta US\$ 500,000. Adicionalmente, Javier Salinas, Director de EmpreundeUP, y Javier Benavides, Gerente General de BBCS Capital, consideraron que la participación de los inversionistas ángeles se daría en rondas de capital semilla hasta US\$ 500,000. Considerando lo anterior, se podría señalar que una ronda de capital presemilla consideraría montos entre US\$ 25,000 y US\$ 175,000; mientras que, una ronda de capital semilla se ubicaría entre US\$ 175,000 y US\$ 500,000.

En atención a lo anterior, se considerará la existencia de tres etapas dentro de la cadena de inversión en la presente propuesta. La primera, se denominará como ‘capital semilla’, incluyendo rondas de inversión entre US\$ 15,000 hasta US\$ 150,000; este último monto, debido a que es el punto máximo en el rango de los programas vinculados a instituciones del Estado peruano (US\$ 15,000-150,000) y está cercano al monto de US\$ 175,000 identificado por los expertos antes señalados. La segunda, se denominará como ‘capital *startup*’, incluyendo rondas de inversión entre US\$ 150,000 hasta US\$ 1,000,000. Esta etapa, si bien aún es capital semilla propiamente, tiene la finalidad de crear un eslabón entre la actual oferta de capital de riesgo para *startups* en el Perú y la etapa de capital de riesgo atendida, principalmente, por fondos de capital de riesgo. En consecuencia, la tercera etapa de la presente propuesta se denominará como ‘capital de riesgo – Serie A’ e incluirá rondas de inversión entre US\$ 1,000,000 y US\$ 5,000,000. Vale precisar, que esta etapa atenderá aquellas etapas de crecimiento referidas en la definición de capital de riesgo de la presente investigación y, si bien no será exclusiva, considerará que los actores que atenderían estas etapas serán principalmente los fondos de capital de riesgo.

Sobre la propuesta de considerar las etapas de ‘capital semilla’ y ‘capital *startup*’, debe resaltarse que en el estudio empírico se identificó el FCE denominado “Desarrollo de la cadena de inversión” dentro de la categoría “Otros”, el mismo que obtuvo una frecuencia de 25 repeticiones. Dentro de este FCE, se hizo especial énfasis en el desarrollo de las diferentes etapas de la cadena de inversión, a fin de que exista cierta validación del *startup* objetivo a través de la participación de inversionistas de menor escala previo a la entrada de

fondos de capital de riesgo. En opinión de los entrevistados, el desarrollo de estas etapas previas sería un factor necesario para que la promoción del capital de riesgo, enfocada en etapas de crecimiento, esté ajustada a las condiciones reales del mercado. Uno de los testimonios fue el de Adriana Tortajada, Directora de Fondo de Fondos México, quien comentó que una lección aprendida de la experiencia mexicana fue la necesidad de desarrollar la oferta de capital semilla y las coinversiones directas en las empresas objetivo a fin de potenciar su crecimiento, previa a la entrada de capitales institucionales como es el caso de los fondos de capital de riesgo. Un comentario similar fue compartido por Hernán Fernández, quien consideró que la generación de una apropiada oferta de capital en diferentes niveles de la cadena permitiría que las *startups* accedan a una mayor cantidad de rondas de inversión. De esta manera, las *startups* incrementarían su valuación previo a una potencial venta de la compañía, generando un mayor valor para los fundadores y para aquellos inversionistas que asumieron un mayor nivel de riesgo por la entrada en las primeras rondas de inversión de la *startup*.

En consecuencia, la presente investigación considerará crítico el desarrollo de las etapas de ‘capital semilla’ y ‘capital *startup*’; en donde, la etapa de ‘capital semilla’ se considerará como cubierta en su mayoría por la actual oferta de capital semilla para *startups* en el Perú señalada en el punto 9.1 de la presente investigación. Por el contrario, el presente vehículo de inversión tendrá como objetivo la promoción de las etapas de ‘capital *startup*’ y ‘capital de riesgo – Serie A’; siendo que, la primera de ellas deberá promoverse anticipadamente para aumentar las probabilidades de éxito de la segunda. De esta manera, se generará continuidad en los programas de instituciones vinculadas al Estado peruano y se promocionará la existencia de rondas subsiguientes de inversión de capital de riesgo a lo largo de la cadena de inversión.

Así, se proponen los siguientes tipos y montos de capital, además de una propuesta de cadena de inversión y ciclo de vida de las *startups* en el Perú:

Tipo de capital	Rondas de inversión (US\$)
Capital semilla	15,000 – 150,000
Capital <i>startup</i>	150,000 – 1,000,000
Capital de riesgo – Serie A	1,000,000 – 5,000,000

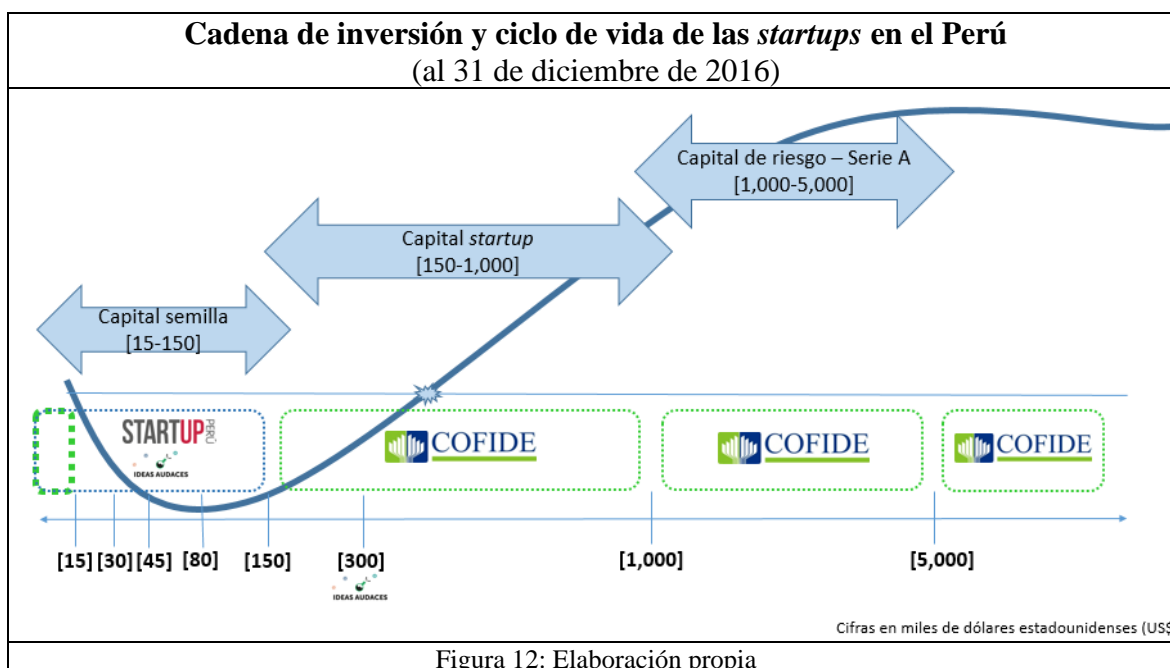


Figura 12: Elaboración propia

En donde:

	: Oferta de capital promedio cubierta por el fondo Kickstart Perú, parte del proyecto promovido por COFIDE, FOMIN y una empresa del sector privado.
	: Actual masa crítica de <i>startups</i> dinámicas y de alto impacto en el Perú basado en los datos de COFIDE, PRODUCE, CONCYTEC y el reporte de Angel Ventures Perú.
	: Oportunidad de COFIDE para posicionarse como promotor de la inversión de capital <i>startup</i> y capital de riesgo – Serie A; generando oportunidades de rondas subsiguientes de capital de riesgo (<i>follow-on funds</i>).
	: Tipo de oferta de capital y tamaño promedio de la ronda de inversión.

[1,000]	:	De acuerdo al proceso de validación, una ronda de inversión igual o mayor a US\$ 1,000,000
[5,000]		e igual o menor a US\$ 5,000,000 califica como una primera ronda de capital de riesgo (Serie A).

8.2.2 Tamaño del mercado

Complementario a lo anterior, se realizará una propuesta sobre el tamaño del mercado de *startups* en función a la cantidad de compañías y a los recursos monetarios, tanto públicos como privados, recibidos en razón de su condición de *startup* dinámica y de alto impacto. Para ello, la primera fuente considerará a las *startups* que se han beneficiado, directa o indirectamente, por los programas de COFIDE, PRODUCE y CONCYTEC, antes señalados. La segunda fuente, será el informe de Angel Ventures Perú antes referido sobre las inversiones en capital semilla en el Perú desde 4Q 2015 hasta 1Q 2017.

En primer lugar, en el caso de COFIDE, el fondo Kickstart Perú, que hace parte del proyecto de promoción del emprendimiento dinámico y de alto impacto de esta institución, realizó inversiones en un total de (8) compañías con una inversión total de US\$ 95,000, es decir, un monto promedio aproximado de US\$ 12,000.

Por otro lado, en el caso de Start-Up Perú, debe precisarse que, debido a que a la fecha de la presente investigación aún no se tienen resultados sobre los beneficiarios de la Quinta Generación, se utilizarán los datos correspondientes a las primeras cuatro ediciones. De esta manera, hasta la Cuarta Generación existían dos concursos que involucraban la entrega de recursos no reembolsables, según se detalla a continuación: i) Emprendimientos dinámicos (EI) con capital semilla por S/ 50,000 (aproximadamente US\$ 15,000); y, ii) Emprendimientos dinámicos y de alto impacto (EDAI) por S/ 137,000 (aproximadamente US\$ 40,000). De esta manera, los resultados obtenidos en EI y EDAI hasta la Cuarta Generación de Start-Up Perú (Start-Up Perú 2016, 38-39) incluyen los siguientes:

Emprendimientos dinámicos (EI)			
Startups (modelos de negocio)	Startups postulantes	Startups postulantes (efectivas)	Startups aprobados
Primera generación	1,771	377	11
Segunda generación	2,166	408	120
Tercera generación	1,493	380	33

Cuarta generación	1,719	603	66
Total	7,149	1,768	230

Emprendimientos dinámicos y de alto impacto (EDAI)			
Startups (1-5 años)	Startups postulantes	Startups postulantes (efectivas)	Startups aprobados
Primera generación	652	133	11
Segunda generación	781	129	19
Tercera generación	307	48	10
Cuarta generación	240	37	12
Total	1,980	347	52

En atención a las cifras antes presentadas, se puede observar que, de un total de 2,115 postulaciones efectivas en ambos concursos, un total de (282) fueron aprobadas (12.9%). De igual manera, existirían (230) empresas objetivo que habrían recibido, cuanto menos, recursos no reembolsables por aproximadamente US\$ 15,000 y (52) empresas objetivo que lo habrían hecho por aproximadamente US\$ 40,000. Es así, como existe una mayoría de empresas beneficiadas (91%) con, cuanto menos, recursos por US\$ 15,000 y una minoría de empresas (9%) con, cuanto menos, recursos por US\$ 40,000. En este sentido, se habrían beneficiado a (230) *startups* por un total de US\$ 3,450,000 y a (52) *startups* por un total de US\$ 2,080,000; totalizando (282) *startups* por US\$ 5,530,000.

Por otro lado, en el caso del CONCYTEC, a través de Cienciactiva y su programa Ideas Audaces, se obtuvieron resultados a diciembre 2016 que incluyeron (27) proyectos beneficiados con montos promedio de US\$ 30,000 (S/ 98,742.22) y un total aproximado de US\$ 810,000 (Cienciactiva 2016)¹⁰¹.

En atención a lo anterior, los recursos recibidos por las *startups* de las tres instituciones antes referidas, se clasificarán de la siguiente manera:

- iii. (8) *startups* con US\$ 12,000 (representativas del 3% del total de *startups*);

¹⁰¹ Ambas cifras calculadas en base a un tipo de cambio al 7 de febrero de 2017: S/ 3.29

- iv. (230) *startups* con US\$ 15,000 (representativas del 72% del total de *startups*);
- v. (27) *startups* con US\$ 30,000 (representativas del 9% del total de *startups*); y,
- vi. (52) *startups* con US\$ 40,000 (representativas del 16% del total de *startups*).

Así, se puede observar una concentración plena en montos invertidos por debajo de los US\$ 40,000, en donde el 75% de estas estaría concentrada en montos de US\$ 15,000, 9% en US\$ 30,000 y 16% en US\$ 40,000. Estas cifras, si bien no podrán ser consideradas como absolutas ante la ausencia de fuentes de información de la actividad privada (aceleradoras e inversionistas ángeles, principalmente), denotan que la mayor parte de la masa crítica de *startups* dinámicas y de alto impacto en el Perú se encuentra concentrada en rondas de capital semilla por debajo de US\$ 40,000. De la misma manera, consolidando las empresas y montos por las tres instituciones se obtiene un total de (317) *startups* beneficiadas por un total aproximado de US\$ 6,435,000. Consecuentemente, para efectos de la presente investigación, se considerará que el total de (317) *startups* se concentran en la etapa de ‘capital semilla’ por debajo de los US\$ 150,000 como capital recibido.

Respecto al informe de Angel Ventures Perú (Angel Ventures Perú 2017), se identificaron un total de (14) rondas de inversión cerradas en *startups* dentro del periodo 4Q 2015 hasta 1Q 2017. Así, en atención a las cifras presentadas dentro del informe, se ha observado la existencia de (2) *startups* con rondas de inversión menores a US\$ 150,000 y (12) *startups* con rondas de inversión mayores a US\$ 150,000 y menores a US\$ 1,000,000, respectivamente. De esta manera, para efectos de la presente investigación, se considerará que en la etapa de ‘capital semilla’ se encontrarán (2) *startups* por un total de US\$ 180,000, es decir, una ronda promedio de US\$ 90,000; mientras que, en la etapa de ‘capital *startup*’ se ubicarán (12) *startups* por un total de US\$ 5,090,000, es decir, una ronda promedio aproximada de US\$ 424,000. En total, se considerarán (14) *startups* por un total de US\$ 5,268,000.

Por lo tanto, consolidando ambas fuentes de información, se considerará la existencia de (331) compañías en el mercado de *startups* en el Perú que han recibido recursos por un monto total de US\$ 11,704,992, de acuerdo al siguiente detalle:

Etapas en el ciclo de inversión	Cantidad de <i>startups</i> objetivo	Promedio monto de inversión recibido (US\$)	Monto de inversión recibido total (US\$)	Representación sobre el monto de inversión recibido total (%)
Capital semilla	8	12,000	95,000	0.8
	230	15,000	3,450,000	29.5
	27	30,000	810,000	17.8
	52	40,000	2,080,000	7
	2	90,000	180,000	1.5
Capital <i>startup</i>	12	424,000	5,089,992	43.4
Capital de riesgo – Serie A	-	-	-	-
TOTAL	331		11,704,992	100%

En consecuencia, para efectos de la presente investigación, se ha identificado que la etapa de ‘capital semilla’ incluye un total de (319) *startups* por un monto total de US\$ 6,615,000, es decir un monto de inversión promedio de US\$ 20,700, representativo del 57% sobre el monto total invertido; mientras que, la etapa de ‘capital *startup*’ incluye un total de

(12) *startups* por un monto total de US\$ 5,088,000, es decir un monto promedio de US\$ 424,000, representativo del 43% sobre el monto total invertido.

De esta manera, se observa que los montos de inversión recibidos en total por las *startups* evidencian una ligera concentración en la etapa de ‘capital semilla’ comparada a la etapa de ‘capital *startup*’. Por el contrario, la cantidad de compañías en la primera etapa es ampliamente superior a la segunda; 96% del total de compañías en la etapa de ‘capital semilla’ contra solo 4% en la etapa de ‘capital *startup*’. Ambos datos resultan de gran importancia debido a que permiten visualizar que, a pesar de la existencia de una amplia mayoría de compañías con montos de inversión menores a US\$ 150,000 (el monto promedio es de US\$ 20,700), el porcentaje sobre el total del mercado (‘cantidad de empresas’ multiplicado por ‘monto de inversión recibido’) es solo 14% mayor. Así, se evidencia la necesidad de promover la etapa de ‘capital *startup*’ como un eslabón previo a la promoción de la etapa ‘capital de riesgo – Serie A’ a fin de permitir que la concentración de compañías en la etapa ‘capital semilla’ puedan tener una ronda de inversión adicional previo a la entrada de los fondos de capital de riesgo; creando un mayor valor para la compañía y un nivel de validación adicional para los fondos de capital de riesgo.

8.2.3 Beneficiarios

Adicional a lo anterior, será necesario identificar a los beneficiarios del vehículo de inversión. Para ello, debe precisarse que la presente investigación está enfocada en la oferta y demanda de capital de riesgo; es decir, los inversionistas y emprendedores, respectivamente. De esta manera, estos dos grupos serán considerados como beneficiarios del vehículo de inversión, considerando las características particulares de cada grupo que se detallarán a continuación.

8.2.3.1 Inversionistas

Como se ha venido señalando, el rol del vehículo de inversión promotor del capital de riesgo será impulsar el surgimiento de intermediarios que atiendan la demanda de capital por parte de las *startups* que, en principio, no podrían acceder al financiamiento de la banca tradicional por las razones ya mencionadas. Además, se ha reconocido que los recursos financieros son solo parte del aporte de un inversionista de capital de riesgo; en donde, tendrá la misma trascendencia el *know how*, el acceso a *mentoring* y la red de contactos del

inversionista que potencien el crecimiento del *startup*. De la misma manera, será necesario tener en consideración que el presente vehículo de inversión estará enfocado en promover las etapas de ‘capital *startup*’ y ‘capital de riesgo – Serie A’.

Adicional a este marco, las características de los inversionistas beneficiarios deberán considerar los elementos identificados en el estudio empírico a través de los siguientes FCE: “Objetivos del programa de promoción alineados a la naturaleza del mercado de capital de riesgo” (relación i, frecuencia: 41); “Selección del Gestor Profesional (*General Partner*)” (relación i, frecuencia: 34); “Desinversión a través de ventas privadas” (relación i y ii, frecuencia: 35); “Participación de inversionistas institucionales” (relación i, frecuencia: 22); Participación activa del fondo en la empresa objetivo (relación ii, frecuencia: 18); “Compensación del gestor asociada a la generación de valor” (relación i, frecuencia: 16); “Determinar *management fee*” (relación i, frecuencia: 9); “Inversión escalonada” (relación i y ii, frecuencia: 8); “Políticas de buen gobierno corporativo” (relación i y ii, frecuencia: 7); “Distribución periódica de rendimientos del fondo” (relación i y ii, frecuencia: 7); “Estructura de *lead investor* y *syndicates*” (relación i, frecuencia: 5); “Identificar etapas de inversión y desinversión” (relación i, frecuencia: 4); “Prevenir conflictos de interés” (relación i, frecuencia: 3); y, Participación minoritaria en la empresa objetivo (relación ii, frecuencia: 3).

Los FCE antes señalados, serán el principal sustento para la inclusión de los requisitos y características que deberán cumplirse a fin de que tales actores puedan ser considerados como inversionistas beneficiarios. Vale precisar, que este listado deberá ser coherente con las características de las compañías beneficiarias y con las etapas de inversión que se buscarán atender. Por tal razón, las características de los inversionistas se detallarán una vez estos elementos previos estén definidos, siempre en concordancia con los FCE señalados en el párrafo anterior.

8.2.3.2 Compañías (*startups*)

Adicional a lo anterior, deberá definirse el tipo de compañía que buscará beneficiarse. La necesidad de esta identificación fue incluida dentro de los FCE “Objetivos del programa de promoción alineados a la naturaleza del capital de riesgo” (relación i, frecuencia: 41) y “Características de la empresa objetivo” (relación ii, frecuencia: 8). Para definir el tipo de compañía o empresa objetivo, en primer lugar, se recurrirá a la definición establecida en el

punto 8.2.1 de la presente investigación. En segundo lugar, se recurrirá a las categorías establecidas en las bases de la Quinta Generación de Start-Up Perú. Este último énfasis se justificará en la medida que la presente investigación buscará generar continuidad con los programas de promoción vigentes en el Perú y al hecho que tal categorización involucra ciertas cuestiones particulares del mercado y normativa peruana.

Como fue señalado, en primer lugar, será necesario identificar elementos cualitativos de las compañías beneficiarias del presente vehículo de inversión. Para ello, la presente investigación ha definido a una *startup* dinámica y de alto impacto como aquella MYPE con potencial de rápido crecimiento y expansión en sus años iniciales, y que involucra un alto grado de diferenciación e innovación, la misma que podrá estar basada en tecnología.

En segundo lugar, se señalarán las características de las *startups* beneficiarias de la Quinta Generación de Start-Up Perú a fin de complementar la definición anterior. Para ello, debe considerarse que, a diferencia de la Cuarta Generación, en esta se incluyeron tres concursos: “Emprendedores Innovadores”, “Emprendimientos Dinámicos”; y, “Empresas de Alto Impacto”. Estos tres concursos incluyeron un elemento general común, en donde los proyectos o compañías postulantes debían contar con un modelo de negocio basado en innovaciones de producto, procesos, servicios o forma de comercialización. Adicionalmente, contaban con características variables respecto a la cantidad de años operando en el mercado y el volumen de ventas anuales. Dada la equivalencia entre el número de categorías en estos concursos y las etapas propuestas en la presente investigación, se considerará que las compañías beneficiarias (*startups*) de esta propuesta incluirán las mismas características generales y particulares de las bases de la Quinta Generación de Start-Up Perú.

En atención a ambos puntos, las compañías beneficiarias de la presente propuesta tendrán las siguientes características:

Etapas en la cadena de inversión	Características comunes	Características particulares
Capital semilla	MYPE con potencial de rápido crecimiento en	Modelos de negocio que cuente con Producto Mínimo Viable.

Capital <i>startup</i>	sus años iniciales, y un alto grado de innovación y diferenciación.	1-5 años con Registro Único de Contribuyentes (RUC). En los últimos 12 meses o ejercicio fiscal, facturación mínima de 10 UIT.
Capital de riesgo – Serie A		2-7 años con Registro Único de Contribuyentes (RUC). En los últimos 36 meses, facturación mínima de 150 UIT y máxima de 1,700 UIT en los últimos 12 meses.

8.2.4 Instrumento de inversión

Finalmente, el último concepto que deberá ser determinado dentro de los lineamientos generales del vehículo de inversión será el instrumento por el cual el vehículo de inversión realizará la colocación de recursos en los beneficiarios señalados en el acápite anterior.

De esta manera, la relevancia de definir el instrumento de inversión fue resaltada dentro del marco teórico de la presente investigación, especialmente en el acápite 8.2.5, en donde se identificó que la promoción del capital de riesgo en la experiencia comparada se había desarrollado a través de la estructuración de fondos híbridos de capital de riesgo, los mismos que incluían inversión privada e inversión pública; esta última, colocada a través de instrumentos de deuda o *equity*, principalmente. Esta situación fue ratificada dentro de la revisión de las experiencias internacionales en Estados Unidos, México y Chile, en donde se pudo observar la variabilidad en el uso de tales instrumentos.

En el caso estadounidense, los SBICs se promovieron inicialmente con el uso de instrumentos de deuda sin colateral como eran los *debentures* y, recién en el año 1991, se promovieron los *participating securities* como instrumentos de *equity*. A pesar de que esta última modalidad fue dada en desuso en el año 2004, su inicial promoción se generó a partir de ciertas deficiencias identificadas en el uso de *debentures*; principalmente, que el pago de intereses anuales generados por el *debenture* no estaba alineado a la generación de rendimientos del fondo y su consecuente capacidad de pagar el costo de la deuda. Por otro lado, en el caso mexicano, existió una preferencia por el uso de instrumentos de *equity* en donde la colocación de recursos fue mayoritariamente a través de aportes en fondos de capital

de riesgo o coinversiones en *startups*; no obstante, debe precisarse que también se utiliza la deuda *mezzanine*, como puede observarse en la estrategia de Fondo de Fondos México. Finalmente, en el caso chileno, se observó la utilización de préstamos con intereses devengados anualmente y pagados al momento de la liquidación del fondo, y un interés adicional a favor de CORFO también en la liquidación del mismo. En este caso, se destacó el uso de este instrumento de deuda debido a la menor injerencia por parte de CORFO en las decisiones de inversión y por una limitación regulatoria de esta misma institución.

Habiendo identificado una presunta disyuntiva en el uso de los instrumentos de deuda o *equity*, cada uno generando ventajas y desventajas respecto al otro, se consideró consultar sobre la idoneidad del instrumento de inversión a los entrevistados en el estudio empírico. No obstante, por el carácter exploratorio de la investigación y a fin de evitar una injerencia en la identificación de los FCE, no se hizo una consulta directa sobre la materia más allá de enfatizar sobre el tema en caso fuese mencionado por el entrevistado. De esta manera, en el estudio empírico se identificó que en la relación i) se resaltaron los FCE “Uso de instrumento de *equity*” y “Uso de instrumento de deuda” con una frecuencia total de 17 repeticiones. Vale precisar, que el uso del instrumento de *equity* representó una mayoría de 11 repeticiones sobre el restante 6 del uso de un instrumento de deuda.

En el testimonio de los entrevistados, el grupo que manifestó su preferencia por el instrumento de *equity*, consideró que los principales beneficios para la utilización de este instrumento incluían los siguientes: i) la correspondencia en el instrumento utilizado para la colocación de recursos en el fondo y las inversiones de estos en las empresas objetivo; y, ii) la confianza que generaría una participación del Estado bajo los mismos términos que los privados, sin posiciones preferentes.

Por otro lado, el grupo de entrevistados que manifestaron su preferencia por el instrumento de deuda, justificaron su posición en base a la existencia de los siguientes beneficios: i) la tasa de interés devengada y pagada en la liquidación del fondo permitía que los fondos paguen sus obligaciones posterior a la generación de rendimientos; ii) una mayor confianza de los inversionistas en el programa debido a que se limitaba el rol activo del Estado; iii) la falta de capacidad en el Estado para evaluar inversiones de capital de riesgo;

y, iv) la preferencia de los instrumentos de deuda en la liquidación y ante supuestos de incumplimiento.

Adicionalmente, existieron aquellos entrevistados que se inclinaron por instrumentos mixtos, como *quasi equity* y deuda convertible, quienes reconocieron la existencia de los siguientes beneficios: i) la posibilidad que el costo del capital recibido por los fondos se pague posterior a la etapa de inversión; ii) el establecimiento de un límite en las ganancias de la institución del Estado promotora; y, iii) limitar el rol del Comité de Inversiones del vehículo de inversión, que incluía la participación de una institución vinculada al Estado, a la revisión de formalidades, sin evaluación sobre temas de fondo.

En atención a la posición mayoritaria de los entrevistados y a sus justificaciones, se ha optado por proponer el uso de un instrumento de *equity* para la colocación de recursos en los fondos de capital de riesgo objeto de la presente propuesta, sin desconocer ciertas características de los instrumentos de deuda y de *quasi-equity*. Adicionalmente, para definir las características del instrumento se considerarán aquellas identificadas en el marco teórico y el estudio empírico, en este último caso, basado en los siguientes FCE de la relación i): “Objetivos del programa de promoción alineados a la naturaleza del mercado de capital de riesgo”; “Selección del gestor profesional”; “Participación de inversionistas institucionales”; “Compensación del gestor asociada a la generación de valor”; “Uso de instrumentos de *equity*”; “Uso de instrumento de deuda”; “Determinar *management fee*”; “Participación activa del inversionista y pasiva del Estado”; “Políticas de buen gobierno corporativo”; “Identificar etapas de inversión y desinversión”; y, “Distribución periódica de rendimientos del fondo”. De la misma manera, se consideraron los siguientes FCE de la relación ii): “Participación activa del fondo en la empresa objetivo”; “Distribución periódica de rendimientos del fondo”; “Compensación del gestor asociada a la generación de valor”; y, “Participación minoritaria en la empresa objetivo”.

En consecuencia, las características del instrumento de *equity* incluirán las siguientes:

- ii) La participación del Estado no tendrá posiciones preferentes respecto a los demás inversionistas;

- iii) Existirá correspondencia entre los rendimientos del fondo y el pago periódico por los costos del capital; es decir, el pago por los recursos colocados en los beneficiarios será exigible durante la etapa de desinversión;
- iv) Garantizará un rol pasivo del Estado, delegando las principales decisiones de inversión al sector privado;
- v) Podrá incluir una posición preferente en la liquidación y ante supuestos de incumplimiento, respecto a los accionistas comunes; y,
- vi) Incluirá un límite en las ganancias de la institución del Estado (*cap*) a fin de incentivar una mayor participación de privados.

8.3 El vehículo de inversión

8.3.1 El Fideicomiso

Habiendo definido los lineamientos generales del vehículo de inversión, será importante definir la forma por la cual se estructurará el mismo. Para ello, se considerarán los factores críticos de éxito identificados en la literatura, las experiencias comparadas y el estudio empírico, al igual que el marco jurídico que sea aplicable. Para este último punto, debe recordarse que la presente investigación parte de la premisa que la institución que deberá promover el capital de riesgo en *startups* es COFIDE; la misma que, según se señaló anteriormente, estará enmarcada dentro del principio de subsidiariedad de la actividad empresarial del Estado peruano y estará facultada para actuar de acuerdo a lo señalado por la ley y sus estatutos.

Puntualmente, en el acápite 7.2.6 de la presente investigación, se identificó que COFIDE cuenta con un mandato general de promover y articular, a través de intermediarios financieros, el financiamiento a las MYPE, diversificando, descentralizando e incrementando la cobertura de la oferta de servicios de los mercados financieros y de capitales. De la misma manera, se identificó que, dentro de este mandato general, COFIDE podría promover el desarrollo del capital de riesgo bajo dos modalidades; por un lado, a través de la estructuración de un fideicomiso cuyas partes incluirían a instituciones con fines de desarrollo (fideicomitentes), a inversionistas o compañías objetivo determinables (fideicomisarios) y a COFIDE, actuando como fiduciario. Por otro lado, la segunda modalidad incluía la participación de COFIDE en fondos de inversión, cualquiera sea el tipo

o modalidad de acceso a los mismos, contando con la aprobación de su Directorio. En este último caso, los recursos invertidos en los beneficiarios se darían, en principio, a cargo del patrimonio de COFIDE. Finalmente, debe precisarse que, en el estudio empírico, se identificó al “Rol promotor de la Banca de Desarrollo” como un FCE del capital de riesgo bajo la categoría “Otros”, con una frecuencia de 9 repeticiones.

En atención a estas consideraciones, la presente propuesta ha considerado que el vehículo de inversión deberá constituirse como un fideicomiso por las razones que se presentan a continuación.

En primer lugar, dentro de la relación i) se identificó el FCE “Políticas de buen gobierno corporativo” con una frecuencia de 5 repeticiones, en donde se destacaron una serie de factores como la necesidad de contar con igualdad entre las partes pública y privada que harían parte de la relación contractual, la independencia del gobierno corporativo de la banca de desarrollo o institución pública a fin de limitar la injerencia política, y la independencia e intangibilidad del vehículo de inversión promotor del capital de riesgo ante injerencias externas a fin de generar confianza en los inversionistas. Adicionalmente, dentro del FCE “Marco regulatorio” de la categoría “Otros”, se incluyó la necesidad de contar con un marco legal sólido y estable para la constitución de fondos de inversión. La identificación de los FCE antes señalados, resaltan la importancia que el vehículo de inversión aspire a un escenario de neutralidad ante la potencial injerencia política de una institución vinculada al Estado, de manera que pueda generar confianza hacia el mercado.

De esta manera, se ha identificado que la constitución del vehículo de inversión bajo la forma de un fideicomiso tendría el potencial de cumplir con el requerimiento de neutralidad. Es así, como el artículo 241 de la Ley General del Sistema Financiero, señala que el patrimonio fideicometido es distinto al patrimonio del fiduciario, fideicomitente o fideicomisario, el mismo que estará sujeto al dominio del fiduciario exclusivamente para el cumplimiento de un fin específico a favor del fideicomitente o fideicomisarios. Respecto al patrimonio fideicometido, el artículo 252 de la misma ley, enfatiza en que las potestades ejercidas por el fiduciario se desarrollan con arreglo a la finalidad por la que fue constituido el fideicomiso y atendiendo a las limitaciones señaladas en el acto constitutivo. Además, el artículo 253 de esta misma ley, establece que el patrimonio fideicometido no responde por

las obligaciones del fiduciario o fideicomitente, y en el caso de los fideicomisarios, solo es exigible sobre los frutos o prestaciones a disposición de estos.

Por otro lado, el segundo párrafo del artículo 250 de la Ley General del Sistema Financiero, establece que el fideicomitente y el fiduciario podrán convenir modificaciones o la resolución del fideicomiso, siempre que no se lesionen derechos adquiridos por terceros. Este mismo artículo señala en su último párrafo que para modificar o resolver el contrato de fideicomiso, los causahabientes del fideicomitente requieren el consentimiento unánime de los fideicomisarios o, si fuesen indeterminados, la aprobación de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP del Perú (en adelante, “SBS”).

El conjunto de estas disposiciones resalta la naturaleza del patrimonio fideicometido, el mismo que, en términos generales, deberá ser administrado de acuerdo a la finalidad por la cual se constituyó el fideicomiso y observando las limitaciones establecidas en el acto constitutivo. De la misma manera, se establecen limitaciones a la modificación o resolución del fideicomiso relacionadas a la protección de los derechos de terceros y a una previa aprobación de los fideicomisarios o de la SBS, en caso se trate de indeterminados. Lo señalado, guarda correspondencia con el testimonio de Arturo Torres, Director Nacional de Capital Emprendedor del Ministerio de Producción de Argentina, quien destacó, dentro del estudio empírico, que un factor crítico de éxito del vehículo de inversión promotor del capital de riesgo en su país era la independencia e intangibilidad del mismo ante injerencias externas (incluidas las políticas) a fin de generar mayor confianza en los inversionistas. Precisamente, en el caso argentino, el Ministerio de Producción ha presentado un proyecto de ley, en donde una de las cuatro propuestas principales, involucra la creación de un fideicomiso cuyo patrimonio fideicometido será administrado por un fiduciario y estará destinado a las actividades de promoción del capital de riesgo en aquel país. Es así, como la presente investigación comparte dicho criterio y resalta los elementos de neutralidad e intangibilidad del fideicomiso como factores críticos de éxito para desarrollar un vehículo de inversión promotor del capital de riesgo en el Perú.

En segundo lugar, el uso de un fideicomiso también permitirá tener mayor flexibilidad sobre la forma como se colocarán los recursos del patrimonio fideicometido; en donde los lineamientos de su administración y la delimitación de la identificación de los fideicomisarios

estarán dados por el acto constitutivo del fideicomiso. Precisamente, el elemento de flexibilidad fue destacado en el estudio empírico bajo el FCE “Selección del Gestor Profesional” dentro del cual se resaltó, con una frecuencia de 6 repeticiones, la importancia que los criterios de evaluación para la postulación del gestor profesional cumplan con dicho criterio. Complementando esta idea, un grupo de entrevistados consideró que las decisiones del vehículo de inversión deberían delegarse a los actores privados debido a que el Estado carecería de *know how* en inversión en etapas temprana y que, en todo caso, debería existir la figura de un inversionista privado líder (*lead investor*) en donde el Estado solo acompañe una decisión de inversión regulada por la oferta y demanda. De esta manera, debía existir flexibilidad tanto en los criterios de selección del inversionista como en la delegación de las decisiones de inversión principales a favor del actor privado.

Adicional a lo anterior, el artículo 248 de la Ley General del Sistema Financiero, permite que los fideicomisarios sean personas indeterminadas siempre que cumplan con las condiciones o requisitos establecidos en el acto constitutivo. También, resalta la necesidad que las reglas para otorgar los recursos del fideicomiso consten en dicho acto. Esta disposición permite que exista flexibilidad en los criterios de selección de los fideicomisarios o beneficiarios, siempre que se cumplan condiciones o requisitos señaladas en el acto constitutivo. En consecuencia, además de la flexibilidad en los criterios de selección del inversionista y en las decisiones de inversión, se extenderá esta característica a la identificación de los fideicomisarios (beneficiarios).

En tercer lugar, debe destacarse que, a diferencia de las dos experiencias en inversión en fondos de capital privado de COFIDE identificadas en el punto 7.2.6 de la presente investigación, esta institución se ha desempeñado como fiduciario por más de 20 años en el Perú, en la administración de recursos tanto públicos como privados. Debe señalarse que, este rol de fiduciario es compatible con el marco jurídico nacional, en donde COFIDE, administrando los recursos de instituciones con fines de desarrollo, podrá promover y articular, atendiendo al principio de subsidiariedad de la actividad empresarial del Estado peruano, el financiamiento (acceso a capital) a las MYPE (*startups*) a través de intermediarios financieros (inversionistas de capital de riesgo). Así, el fideicomiso permitirá que COFIDE canalice recursos de instituciones con fines de desarrollo hacia la promoción

de los actores privados que, a su vez, atenderán la brecha de acceso al capital de las *startups*. Sobre el particular, en el estudio empírico, tanto Gonzalo Villarán, Director General de Innovación, Transferencia Tecnológica y Servicios Empresariales de PRODUCE, como Sergio Rodríguez, Director de Innovación de PRODUCE, coincidieron en que la promoción del capital de riesgo debería estar a cargo de COFIDE; a diferencia del estado actual de la cuestión, en donde PRODUCE ha tomado la iniciativa.

Así mismo, otro punto favorable sobre la naturaleza del fiduciario está señalado en el artículo 272 de la Ley General del Sistema Financiero, en donde se indica que, cuando la índole o el número de operaciones, actos y contratos relacionados a los bienes del fideicomiso o requeridos para el cumplimiento de su finalidad lo justifican, el fiduciario podrá nombrar una comisión administradora con el objetivo de cumplir dicha función. Tal habilitación legal permitirá que, en la medida que la índole del fideicomiso requiera, por ejemplo, de mayor experiencia en inversiones en etapa temprana, se podrá nombrar una comisión de administración que atienda tal necesidad. Teniendo en cuenta esta consideración, dentro del acto constitutivo del fideicomiso se podrá incluir la necesidad de contar con una comisión administradora que, a su vez, podrá funcionar como un comité de inversiones compuesto por capital humano especializado en la inversión en etapa temprana y, como contrapeso, un comité de vigilancia integrado por los fideicomitentes que genere un equilibrio en las funciones de ambos¹⁰².

Finalmente, la labor de fiduciario permitirá que COFIDE cumpla con el objetivo de promover el capital de riesgo a un riesgo menor al que implicaría comprometer sus propios recursos. Esta posición fue señalada por Margarita Coronado, Directora de Fondos de Capital Privado de BANCOLDEX, y Carolina Arias, Ejecutiva de Capital Privado de esta misma institución, quienes señalaron que, en la actualidad, dicha institución administrará recursos

¹⁰² En el proceso de validación, se consideró que la comisión de inversión podría cumplir el rol de un Comité de Inversión. Se consideró que el comité incluya entre 3 a 5 miembros, con perfiles de emprendedor o inversionista en etapa temprana, y que cuenten con sistemas de compensación similares a los de un GP en la estructura del LPA. De esta manera, los miembros de este comité recibirían una compensación mínima fija por su participación en el mismo y tendrían la oportunidad de acceder a un *carried interest* sobre un determinado *hurdle rate* fijado por los fideicomitentes en el acto constitutivo. De esta manera, se delegaría la decisión de inversión al sector privado quien, en principio, se encuentra mejor facultado para realizarla, y se incentivaría la debida administración de los recursos a través de la generación de un sistema de compensación basado en la generación de valor de las inversiones. Finalmente, tal incentivo permitiría que la estructura sea autosuficiente ya que se generarían retornos sobre las inversiones que podrían ser colocados en nuevos proyectos.

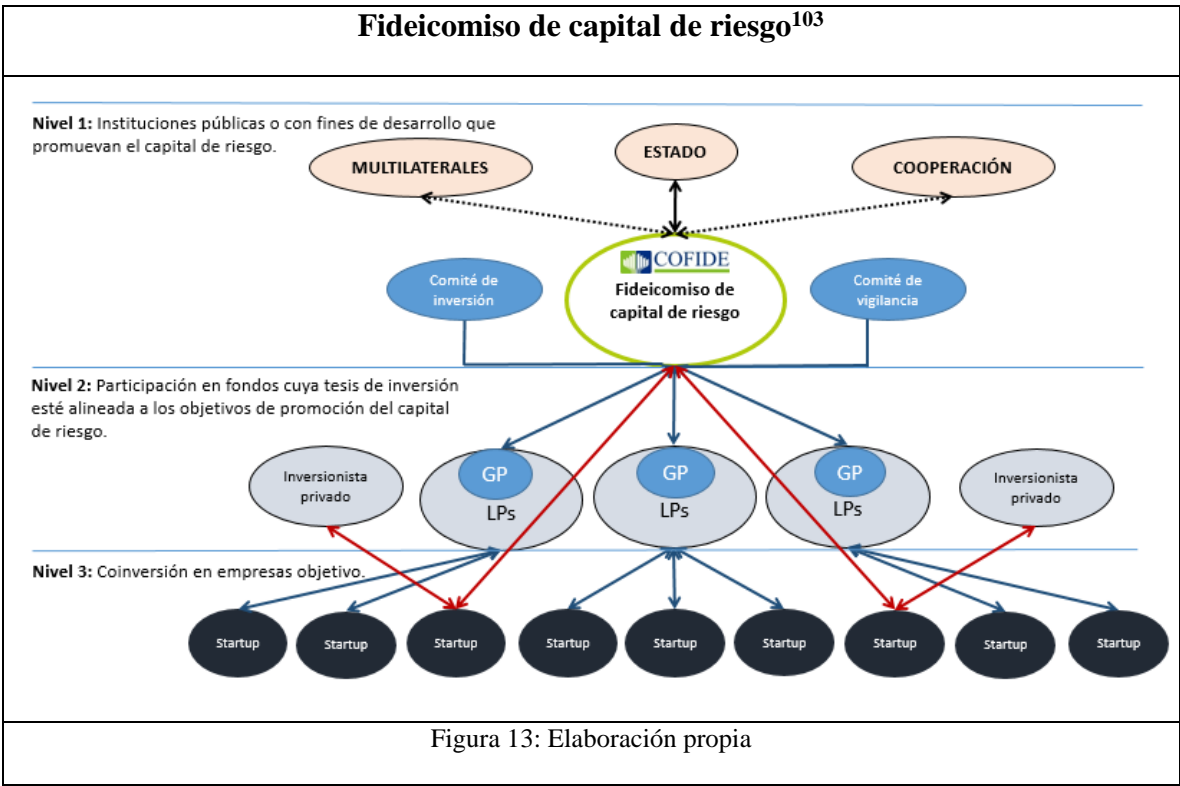
de terceros para sus operaciones de capital de riesgo; por lo que, podrán asumir un mayor riesgo (por ejemplo, atendiendo etapas de capital semilla) al que asumían cuando tales operaciones se daban a cuenta del patrimonio del banco. En consecuencia, se puede observar que, adicional a la experiencia de COFIDE como fiduciario y a la posibilidad de delegar las decisiones de inversión al sector privado, el rol de fiduciario permitirá que esta institución pueda promover etapas dentro de la cadena de inversión que impliquen un mayor riesgo; sin que dicho riesgo esté cargado exclusivamente a su patrimonio.

En cuarto lugar, el planteamiento de un fideicomiso como vehículo de inversión tiene el potencial de direccionar una política única relacionada a la promoción del capital de riesgo para *startups* dinámicas y de alto impacto en el Perú. Para ello, es de gran importancia destacar la experiencia mexicana y, especialmente, el testimonio de Ana Tortajada, quien reconoce que, a partir del año 2006, con la creación de la Corporación Mexicana de Inversión de Capitales (CMIC) (también conocida como Fondo de Fondos), se intentó unificar la oferta de capital privado y capital de riesgo por parte del Estado mexicano. Este esfuerzo se materializó en los años posteriores a través de los vehículos de inversión denominados México I, México II y México Ventures I, en donde los últimos dos podían invertir tanto en fondos de inversión como a través de coinversiones en empresas. De la misma manera, en una presentación de Carlos Cobb se destaca el trabajo conjunto realizado por el Instituto Nacional del Emprendedor (INADEM) y NAFIN con la creación del Fideicomiso 80280 “Capital Emprendedor” (Cobb 2016). Dentro de este fideicomiso, el autor destaca la existencia de los siguientes programas: i) Fondo de Capital Semilla; ii) Fondos de Inversión INADEM-NAFIN; iii) Fondo CONACYT; iv) Crowdfunding; y, v) México Ventures. Dentro del fideicomiso de Capital Emprendedor, los aportantes incluyen a Secretaría de Economía, CMIC, CONACYT, Instituto Mexicano de la Propiedad Industrial (IMPI) y el INADEM; en donde NAFIN cumple el rol de fiduciario.

En atención a la experiencia mexicana, la estructura de un fideicomiso con las dimensiones de “Capital Emprendedor” podrá cumplir el rol de unificar los programas de promoción del emprendimiento dinámico y el capital de riesgo al involucrar una mayor escala, una participación multisectorial y un mayor consenso en la ejecución de las políticas públicas. Teniendo en consideración esta lección aprendida en la experiencia mexicana, el





presente vehículo de inversión podría replicarla al incluir la participación de MEF, PRODUCE y CONCYTEC quienes podrán utilizar el vehículo para el direccionamiento de políticas públicas sobre emprendimiento o capital de riesgo. Además, debe considerarse que, dentro de los posibles fideicomitentes, se podrá incluir la participación de otros actores como multilaterales o agencias de cooperación internacional, quienes también comparten una finalidad de interés general como es el acceso al capital de riesgo de las *startups* en el Perú. Finalmente, dentro del proceso de validación de la propuesta, Pedro Grados, presidente del Directorio de COFIDE, señaló que otro actor que podría hacer parte de los fideicomitentes serían las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) locales, quienes aún no se encuentran atraídos por el mercado de capital de riesgo a pesar de tener habilitación regulatoria para invertir, pero podrían participar en un vehículo de estas características bajo el título de un programa responsabilidad social.

En atención a las razones expuestas, se propone el siguiente esquema de “Fideicomiso de capital riesgo”:



¹⁰³ También podrá considerarse el nombre “Fideicomiso de capital emprendedor”. Dentro del proceso de validación, se consideró que la denominación “capital emprendedor” permitiría abarcar las etapas de capital semilla, capital *startup* y capital de riesgo – Serie A. Además, es la denominación por la cual las principales instituciones de desarrollo de América Latina prefieren llamar al capital dirigido a *startups*.

En donde:

	: Aportes de instituciones del Estado peruano como PRODUCE, MEF y CONCYTEC en calidad de fideicomitentes.
	: Potenciales aportes de organismos multilaterales o de cooperación que eventualmente podrían participar en la estructura de promoción del capital de riesgo.
	: Colocación de recursos del fideicomiso en fondos de inversión a cambio de certificados de participación en el patrimonio autónomo.
	: Colocación de recursos del fideicomiso en coinversiones en <i>startups</i> dinámicas y de alto impacto bajo los mismos términos y condiciones de un inversionista privado.

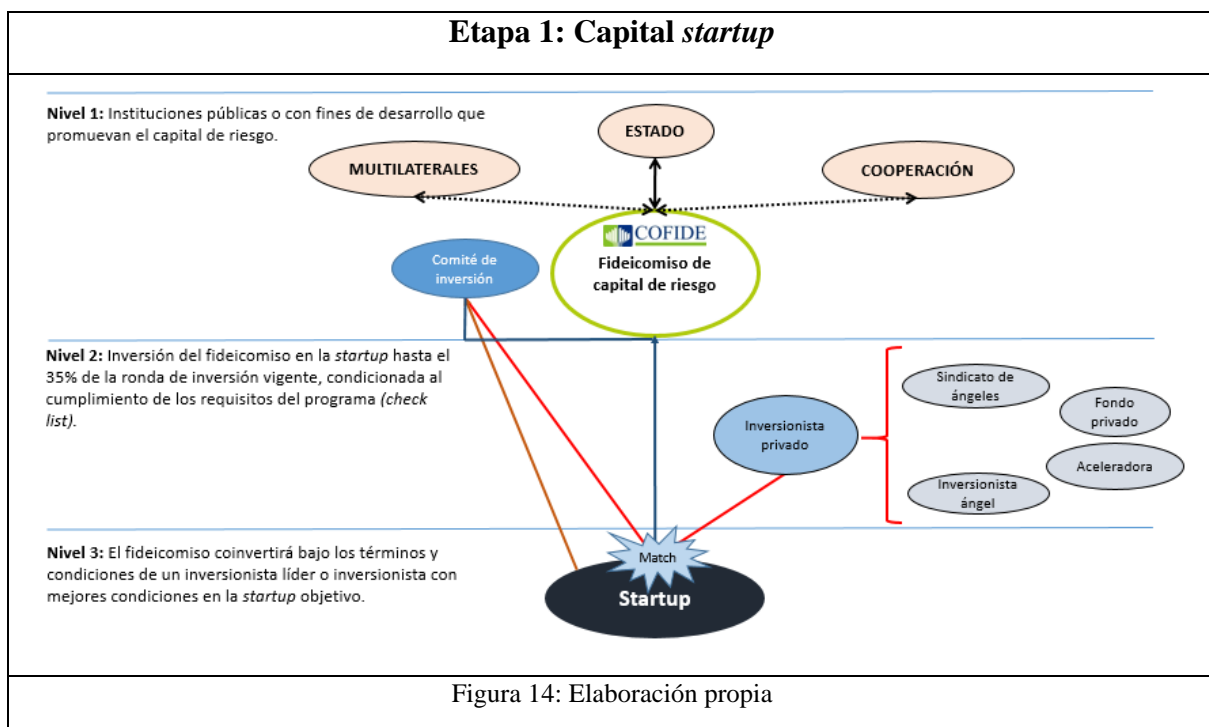
En atención al esquema general del Fideicomiso de Capital de Riesgo, se procederá a explicar las dos fases en su implementación señaladas anteriormente.

8.3.2 Fase 1: Promoción del capital *startup*

Dentro del estudio empírico, Ana Sofía Valdivia, Managing Director de Endeavor Perú, y Pedro Neira, CEO de MiMediaManzana, comentando sobre el fondo *Endeavor Catalyst*, señalaron que la coinversión de un vehículo semejante en las empresas objetivo cumple un rol importante para mejorar el acceso al capital de los emprendedores. Precisamente, en *Endeavor*, los emprendedores que hacen parte del programa, a quienes se les considera “emprendedores *Endeavor*”, tienen la posibilidad de postular a los recursos del fondo *Endeavor Catalyst* a fin de que este cubra parte de su ronda de inversión (Endeavor 2016). Adicional a la condición de emprendedor *Endeavor*, el fondo requiere que la ronda de inversión sea de mínimo US\$ 5,000,000 y que exista un inversionista líder (*lead investor*). Cumplidos estos requisitos, el fondo realizará una inversión bajo los mismos términos del inversionista líder de forma que la ronda de inversión pueda cerrarse. Finalmente, los rendimientos generados por la inversión serán reinvertidos en la sostenibilidad del programa. De esta manera, los entrevistados consideraron que el modelo de *Endeavor Catalyst* promueve el acceso a capital de sus emprendedores a la vez que mitiga el riesgo por el previo conocimiento del emprendedor, el equipo y el negocio, y por seguir los mismos términos de la participación de un inversionista líder con mayor conocimiento sobre la inversión en capital de riesgo.

Tales consideraciones, permitieron que la presente investigación proponga un modelo de coinversión semejante para la etapa de ‘capital *startup*’. El modelo de coinversión, si bien no fue un punto previamente considerado por la presente investigación, fue identificado por un grupo de entrevistados en el estudio empírico; en especial, aquellos ligados a la experiencia mexicana. No obstante, es importante dejar presente que el modelo de coinversión será una oportunidad de estudio futuro debido a la profundidad y especialidad de análisis adicional requerido.

Así, el modelo de *Endeavor Catalyst* será adaptado a una escala menor, atendiendo rondas de inversión de ‘capital *startup*’ entre US\$ 150,000 y US\$ 1,000,000, cumpliendo con los requisitos que se señalarán a continuación.



En donde:

- ← : Solicitud de la *startup* dirigida al fideicomiso para la participación de este último en una ronda de inversión vigente de la primera.
- ← : Coinversión del inversionista líder o inversionista con las mejores condiciones de la ronda y el fideicomiso.

← : Acciones del *startup* emitidas a favor del fideicomiso.

En términos generales, este esquema requerirá que, una *startup* que cumpla con las características señaladas en el punto 9.2.3.2, postule a los recursos del fideicomiso a fin que este último realice una coinversión por un máximo del 35% de una ronda de inversión vigente¹⁰⁴, condicionando la inversión efectiva al cumplimiento de una serie de requisitos, en donde destaca la participación de un inversionista líder o inversionista con mejores condiciones. Precisamente, la inversión del fideicomiso se dará bajo los mismos términos y condiciones de este último inversionista.

Respecto a las condiciones que deberán cumplirse para que se efectivice la inversión por parte del fideicomiso, se considerarán los FCE y características señaladas en el punto 9.2.3 y la validación de las (8) personas que integraron dicho proceso. Específicamente en este caso, se requerirá que la *startup*, además de cumplir con lo señalado en el punto 9.2.3.2, acredite lo siguiente:

1. Haber pasado por un proceso de incubación o aceleración en alguna de las instituciones beneficiadas por Innóvate Perú. Alternativamente, la *startup* cumplirá con este requisito si logra acreditar:
 - a. Haber pasado por un programa nacional o internacional de incubación/aceleración a cargo de una institución reconocida y especializada en emprendimiento dinámico y de alto impacto; o,
 - b. Haber recibido recursos no menores de US\$ 40,000 de terceros¹⁰⁵, de fuente pública o privada, anteriores a la convocatoria, siempre que tales recursos hayan sido recibidos en razón de la actual actividad empresarial de la *startup*.
2. Acreditar que, posterior a la ronda de inversión donde participará el fideicomiso, mantendrá el control accionario sobre la *startup*.

¹⁰⁴ En el proceso de validación, se determinó que el 35% era un porcentaje adecuado que incentivaba que el emprendedor realice el levantamiento de capital por 2/3 de la ronda. También, facilitaría el levantamiento de capital, debido a que 1/3 de la ronda estaría cubierta siempre que se cumplan con los requisitos del programa.

¹⁰⁵ Este punto fue considerado relevante debido a que permitía validar que, previamente, el emprendedor había sido capaz de convencer a un tercero de la posibilidad de éxito del negocio.

3. Acreditar la existencia de una ronda de inversión vigente y abierta mayor o igual a US\$ 150,000 y menor o igual a US\$ 1,000,000.
4. Acreditar su pertenencia al ecosistema de emprendimiento dinámico y de alto impacto peruano, a través de la participación de un fundador, persona en cargo gerencial, domicilio o centro de operaciones de origen peruano.
5. Acreditar la participación de, por lo menos, un (1) inversionista líder (*lead investor*) dentro de la estructura de inversión propuesta. Alternativamente, la *startup* cumplirá con este requisito si logra acreditar:
 - a. La participación de, por lo menos, un (1) inversionista que tenga mejores condiciones dentro de la ronda de inversión. Tal diferenciación podrá darse en razón a un mayor aporte financiero o no financiero brindado por el inversionista, incluyendo *know how*, red de contactos, experiencia en el sector o experiencia en inversión en etapa temprana.

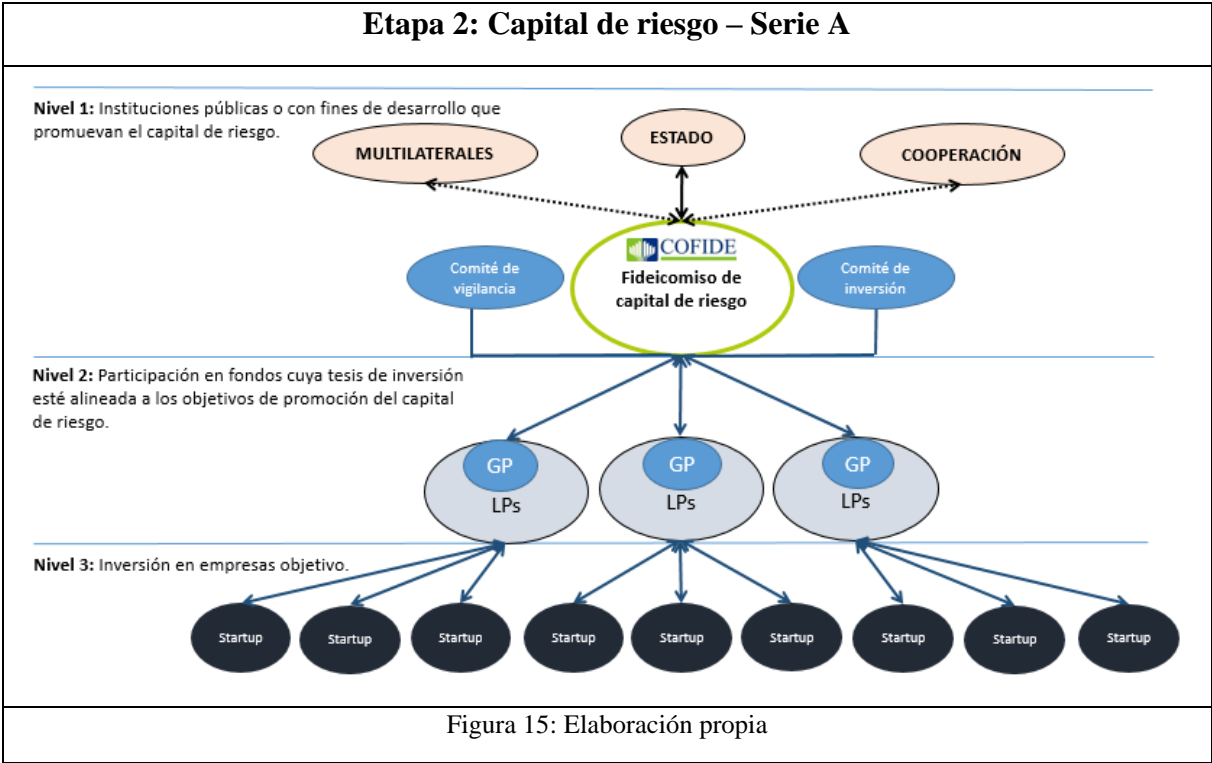
De esta manera, la *startup* deberá presentar la documentación que acredite el cumplimiento de la totalidad de requisitos señalados en el listado anterior. Luego de su verificación, el fideicomiso emitirá un compromiso de inversión por el 35% de la ronda vigente, condicionando el desembolso de la inversión a que, dentro del plazo de 90 días calendario de presentada la documentación, la *startup* acredite inversiones efectivas por lo menos del 65% de la ronda vigente con la participación de uno (1) o más inversionistas privados, donde al menos uno (1) deberá cumplir con los requisitos señalados en el punto 5 del presente listado.

Una vez cumplido con lo señalado en el párrafo anterior, la *startup*, el fideicomiso y los demás inversionistas, celebrarán un contrato de inversión, en donde la participación del fideicomiso tendrá los mismos términos y condiciones de los títulos emitidos a favor del inversionista que cumpla con los requisitos señalados en el punto 5 del listado anterior. Dentro de las condiciones del contrato se deberá considerar que, en todos los casos, la participación del fideicomiso será minoritaria dentro de la ronda de inversión vigente y por un máximo del 35% de la misma. Para el cálculo del 35% se considerarán las condiciones de la ronda de inversión presentadas al momento de la convocatoria. En cualquier caso, el monto máximo desembolsado será de US\$ 350,000 y las retribuciones a favor del fideicomiso

tendrán un límite en las ganancias de tres veces el capital total invertido por el fideicomiso (3x) a fin de generar un mayor incentivo en el inversionista de asumir riesgos. El monto generado en exceso del límite anterior se distribuirá a prorrata de la participación de los accionistas comunes o preferentes existentes hasta la ronda de inversión en que participó el fideicomiso, inclusive. En caso, exista enajenación de los certificados de participación del fideicomiso a favor de otro inversionista, tal limitación no será aplicable al nuevo titular.

8.3.3 Fase 2: Promoción del capital de riesgo – Serie A

Por otro lado, la segunda fase involucrará la promoción de la etapa de ‘capital de riesgo – Serie A’. En términos generales, esta etapa se diferenciará de la primera en dos aspectos. En primer lugar, los recursos del fideicomiso se darán a cambio de certificados de participación en el patrimonio autónomo administrado por alguna sociedad especializada en la administración de fondos de inversión con tesis en compañías de etapa temprana. En segundo lugar, los beneficiarios directos del fideicomiso serán las sociedades administradoras antes señaladas; mientras que los beneficiarios indirectos serán las *startups* que hagan parte del *pipeline* o cartera de proyectos de la administradora. En este sentido, se propone el siguiente esquema para la segunda etapa:



Respecto a esta fase, se requerirá de la identificación de ciertos elementos adicionales. El primero, está relacionado al tamaño mínimo y los gastos de los fondos de capital de riesgo beneficiarios, reconocido como un FCE, tanto en el marco teórico como en el estudio empírico, bajo el título “Tamaño mínimo del fondo” dentro de la relación i) y con una frecuencia de 17 repeticiones. Según los entrevistados en el estudio empírico, el tamaño del fondo de capital de riesgo está directamente relacionado a la capacidad del fondo de asumir efectivamente sus gastos operativos y la capacidad de realizar inversiones subsiguientes (*follow-on funds*) sobre las empresas exitosas de sus portafolios. Precisamente, el tamaño del fondo será la variable por la cual se calcularía el *management fee* anual del fondo, el mismo que estará orientado a asumir los gastos operativos del fondo y tendrá una mayor relevancia dentro de la etapa de inversión¹⁰⁶.

En primer lugar, dentro de la revisión de experiencias comparadas en el marco teórico, se identificó la exigencia a los fondos postulantes a los programas de promoción del capital de riesgo para que cuenten con un capital mínimo comprometido. En el primer caso, en el programa *Debenture* en Estados Unidos, se exigió que los SBICs contaran con un capital mínimo de US\$ 300,000, de los cuales la mitad debía tener como origen fuentes privadas. Incluso, en los comentarios sobre los primeros diez años del programa SBIC, (J.B.K Jr. 1968, 798-803) señaló que debía incentivarse la creación de SBICs con mayor tamaño, debido a que permitiría que exista una mayor absorción de gastos, mejores niveles de liquidez para soportar el periodo de inversión y que, si bien incrementaría costos de personal, habilitaría la contratación de personal mejor calificado que estaría en capacidad de realizar mejores investigaciones y generar mayores probabilidades de retorno. Adicionalmente, cuando se presentó la nueva modalidad de *Participating Securities* en el año 1991, una de las modificaciones fue incrementar el capital mínimo para la constitución de los SBICs. Finalmente, debe precisarse que el programa SBIC dirigido a etapas tempranas “*Early Stage SBIC*”, cuenta con un requisito de capital mínimo de US\$ 20M en la actualidad (SBA, Office of Investment and Innovation n.d., 8).

¹⁰⁶ En el proceso de validación, se determinó que el *management fee* se calculaba sobre capital comprometido en la etapa de inversión y sobre capital invertido en la etapa de desinversión.

Por otro lado, en el caso mexicano la presente investigación ha considerado los casos de México I, México II y México Ventures I, este último con mayor énfasis en inversiones en etapa temprana; identificando tamaños objetivo de los fondos de capital de riesgo. De esta manera, se establecieron tamaños objetivo de los fondos de capital para México I de US\$ 250M, para México II de US\$ 500M y para México Ventures I dentro del rango US\$ 85-120M. Por otro lado, en el caso chileno, en los tres programas de CORFO considerados por la presente investigación, se indicó un monto mínimo de la línea de crédito a la cual tendrían acceso los fondos de capital de riesgo postulantes, la misma que debía ser proporcional al nivel de apalancamiento que le correspondía a cada uno de los programas. De esta manera, para el FC, el actor privado deberá acreditar un monto mínimo de UF 100,000 para acceder a un apalancamiento de 1:1; en FT deberá el mínimo será de UF 50,000 para un apalancamiento 2:1; y, en FET, deberá ser un mínimo de UF 50,000 para un apalancamiento 3:1. Vale recordar, que el apalancamiento involucrará una proporción dada por la razón entre la deuda con CORFO y el capital del fondo, por lo que se pueden identificar los siguientes tamaños mínimos de los fondos de capital de riesgo promovidos por CORFO: i) FC: UF 200,000; ii) FT: UF 150,000; iii) FT: UF 200,000. Considerando el valor de la UF al 31 de diciembre de 2016 (CLP 26,347.98) y el tipo de cambio a la misma fecha (1 CLP= 667.29 US\$), el tamaño de los fondos sería alrededor de US\$ 8M, US\$ 6M y US\$ 8M, respectivamente.

En segundo lugar, se recurrirá a los testimonios de los entrevistados en el estudio empírico. De esta manera, Adriana Tortajada indicó que el tamaño mínimo de un fondo de capital de riesgo sería de US\$ 15,000,000 y con un *management fee* dentro del rango de 1.5-2.5% anual sobre el capital comprometido (entre US\$ 225,000 – 300,000 anual). Una posición similar fue compartida por Hernán Fernández quien consideró que el tamaño mínimo de un fondo de capital de riesgo estaría en el orden de US\$ 20,000,000 con un *management fee* de 2.5% anual sobre el capital comprometido (US\$ 500,000 anual).

En línea con lo anterior, Mauro Sartori, Margarita Coronado y Carolina Arias, los tres funcionarios de BANCOLDEX, coincidieron en que la exigencia que los fondos contaran con un tamaño mínimo para poder cubrir sus gastos administrativos e invertir en rondas subsiguientes de empresas exitosas del portafolio era una lección aprendida de la experiencia

colombiana. Específicamente, Margarita Coronado indicó que el capital mínimo para los fondos debería ser de US\$ 20,000,000 con un *management fee* de 2% anual sobre el capital comprometido (US\$ 400,000 anual).

Por otro lado, Greg Mitchell consideró que, para el caso peruano, el tamaño mínimo de un fondo de capital de riesgo estaría en el rango de US\$ 2,000,000–5,000,000 y el *management fee* estaría en el orden de US\$ 200,000 anual. Una opinión parecida es compartida por Dulio Costa, quien considera que los gastos operativos mínimos de un fondo de capital privado en el Perú estarían cercanos a los US\$ 600,000. Similar a los anteriores, Javier Salinas consideró que una propuesta para el tamaño de los fondos de capital de riesgo en el Perú estaría dentro del rango de US\$ 5,000,000–10,000,000. Finalmente, en la misma línea, Sergio Rodríguez consideró que el tamaño mínimo del fondo sería de US\$ 5,000,000 en Perú.

De la misma manera, Ana Sofía Valdivia, comentando sobre la importancia de determinar los elementos económicos del fondo de capital de riesgo, consideró que un tamaño referencial para el fondo estaría en el rango de US\$ 20,000,000–30,000,000. Un monto similar es compartido por Arturo Torres, indicando que la propuesta argentina involucra un tamaño mínimo para los fondos de capital de riesgo de US\$ 30,000,000, en donde debe considerarse que se exigiría el aporte de US\$ 18,000,000 de fuente privada y un complemento por US\$ 12,000,000 invertidos por el fideicomiso promotor del capital de riesgo en Argentina.

En atención a los testimonios antes señalados, el tamaño mínimo de un fondo de capital de riesgo estaría dentro del rango de US\$ 2,000,000 hasta US\$ 30,000,000. En el caso de los actores peruanos, estos señalaron que el tamaño mínimo estaría situado entre los US\$ 2,000,000-10,000,000. Complementario con lo anterior, los gastos operativos anuales estarían en el rango de US\$ 200,000 a US\$ 500,000, sin considerar el monto señalado por Dulio Costa ya que es un monto aplicable a una estrategia de *Private Equity*.

No obstante, la amplitud en el rango del tamaño mínimo no permite delimitar con claridad cuál es el tamaño que podría considerarse como un estándar para la presente propuesta; por lo que, se considerará utilizar el proceso a la inversa, es decir, calcular el tamaño mínimo en base a los montos de gastos operativos anuales, cuyo rango es menor. Así, si se consideran

los montos entre US\$ 200,000 y US\$ 500,000 identificados en la presente investigación y que un estándar de *management fee* según la literatura se sitúa en 2%, el tamaño mínimo del fondo se encontraría en el rango de US\$ 10,000,000-25,000,000.

En consecuencia, se considerará un tamaño mínimo del fondo dentro del rango de US\$ 10,000,000 y US\$ 25,000,000 y que, calculados bajo un *management fee* anual de 2%, determinarán gastos operativos anuales entre US\$ 200,000 y US\$ 500,000. Vale precisar, que tal consideración tiene como fuente el testimonio de expertos y que fue ratificada por las personas que hicieron parte de la etapa de validación; no obstante, será necesario que un estudio adicional profundice en la estructura de costos y/o gastos de un fondo de capital de riesgo a fin de determinar con mayor exactitud su magnitud y calcular el tamaño mínimo del fondo en función a un porcentaje del *management fee*.

En segundo lugar, dado que esta etapa tendrá como beneficiarios directos a los inversionistas, será necesario hacer mayor énfasis en las características y condiciones que estos deberán cumplir para poder acceder a los recursos del fideicomiso. Así, en atención a los FCE aplicables a los inversionistas beneficiarios señalados en el punto 9.2.3.1 y al testimonio de los entrevistados en el proceso de validación, el inversionista postulante, dentro de la etapa ‘capital de riesgo – Serie A’, deberá acreditar lo siguiente:

1. Estar constituidos como sociedades administradoras de fondos de inversión (en adelante, ‘la administradora’), en donde los certificados de participación en el fondo de inversión de capital de riesgo podrán estar colocados por oferta pública o privada, de acuerdo al Decreto Legislativo 862 y sus normas modificatorias.
2. Deberán acreditar su pertenencia al ecosistema de emprendimiento dinámico y de alto impacto peruano a través de su nacionalidad, equipo de trabajo o centro de operaciones de nacionalidad u origen peruano.
3. El *pipeline* de *startups* dinámicas y de alto impacto objeto de inversión deberán incluir un fundador, persona en cargo gerencial, domicilio o centro de operaciones de nacionalidad u origen peruano.
4. Deberá establecer un plazo de vida del fondo, delimitando con claridad a las etapas de inversión y desinversión, respectivamente.

5. Deberá sustentar su capacidad de asumir gastos operativos anuales por un mínimo de US\$ 200,000 o un tamaño mínimo del patrimonio del fondo de inversión por US\$ 10,000,000 y máximo de US\$ 25,000,000. En cualquier caso, la comisión por administración (*management fee*) deberá ser entre 2-2.5% sobre el capital comprometido en el periodo de inversión y entre 2-2.5% sobre el capital invertido en el periodo de desinversión. Finalmente, dicha comisión englobará todas las demás comisiones referidas a gastos administrativos y operativos del fondo.
6. Los certificados de participación emitidos a favor del fideicomiso deberán representar una participación minoritaria en el patrimonio del fondo de inversión de capital de riesgo entre 35-45% del patrimonio administrado.
7. Deberá sustentar *track record* en inversiones en etapa temprana innovadoras o de base tecnológica, o su capacidad de ser proveedor de capital inteligente para las *startups* (capital, red de contactos, *mentoring*, experiencia, entre otros).
8. Deberán presentar una tesis de inversión en etapas tempranas innovadoras o de base tecnológica. Para evaluar la fortaleza de la tesis de inversión se considerará, entre otros, los mecanismos para garantizar la rigurosidad en su cumplimiento, la participación minoritaria en el capital social de la *startup* objetivo, el condicionamiento de la inversión al cumplimiento de objetivos (*milestones*), la identificación de las etapas de inversión y desinversión, la acreditación que la inversión estará basada en las condiciones reales del mercado local, y la estrategia de desinversión.
9. Deberá acreditarse la existencia de compromisos de inversión previos por parte de la administradora o de terceros por lo menos del 25% del tamaño mínimo del fondo señalado en el punto 5 del presente listado.
10. La participación de la administradora y sus empresas vinculadas deberá ser igual o menor al 40% del patrimonio administrado.
11. Deberá acreditarse la participación de un mínimo de (4) partícipes, cada uno con participaciones igual o mayores al 10% del patrimonio administrado.
12. La administradora del fondo podrá plantear una composición distinta a la señalada en los puntos 10 y 11 del presente listado, siempre que existan compromisos de inversión de inversionistas institucionales que representen el 50% o más del patrimonio del fondo. Serán inversionistas institucionales aquellos considerados en la definición establecida en

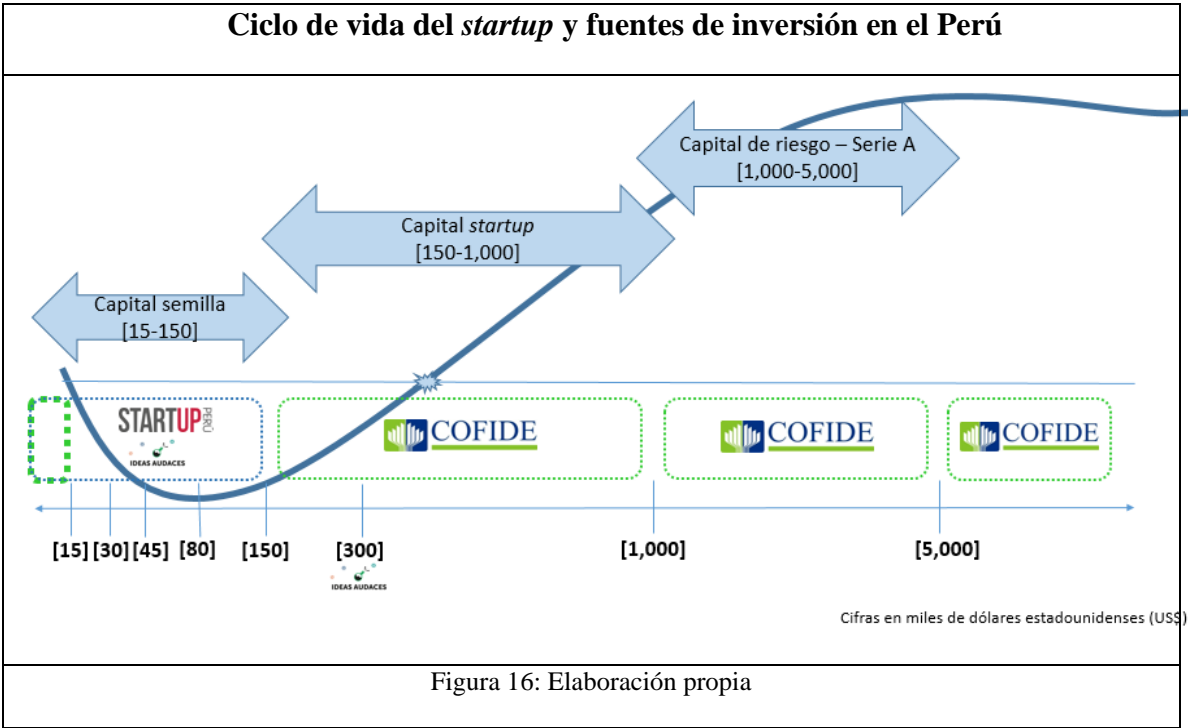
el artículo 3 de la Resolución de la Superintendencia del Mercado de Valores 021-2013-SMV-01.

13. Deberán establecer y sustentar que las retribuciones a favor de la administradora en la estructura de inversión propuesta estarán basadas en la generación de valor, por ejemplo, en el *carried interest*. Para tal efecto, se podrán pactar cláusulas que permitan una mayor protección a los partícipes como *clawback*, limitaciones a nuevas inversiones en el periodo de desinversión, derechos de preferencia, entre otras.
14. Siempre que las inversiones generen utilidades, la administradora deberá pagar, a prorrata de su participación, el monto correspondiente a los partícipes, con cargo a capital. No obstante, el pago del *carried interest* a la administradora, se dará en la liquidación del fondo a través del esquema de cascada (americana o europea) establecida.
15. Los certificados de participación emitidos a favor del fideicomiso deberán ser de libre transferencia, de acuerdo a lo establecido en el Decreto Legislativo 862 y sus normas modificatorias.
16. Deberán establecer políticas de buen gobierno corporativo y manejo de conflictos de interés dentro de la estructura de inversión propuesta.
17. Las retribuciones a favor del fideicomiso tendrán un límite en las ganancias de tres veces el capital total invertido por el fideicomiso (3x). El monto generado en exceso del límite anterior se distribuirá a prorrata de la participación de los accionistas comunes o preferentes existentes hasta la ronda de inversión en que participó el fideicomiso, inclusive. En caso, exista enajenación de los certificados de participación del fideicomiso a favor de otro inversionista, tal limitación no será aplicable al nuevo titular.
18. Deberán definir con claridad una estrategia de desinversión verosímil y acorde a las condiciones de mercado.





8.4 Propuesta de un vehículo de inversión que promueva el capital de riesgo para *startups* dinámicas y de alto impacto en el Perú

En atención a lo señalado, la presente propuesta del vehículo de inversión que promueva el capital de riesgo para *startups* dinámicas y de alto impacto en el Perú incluirá las siguientes consideraciones y características:

1. Ciclo de vida del *startup* y fuentes de inversión en el Perú



En donde:

	: Oferta de capital promedio cubierta por el fondo Kickstart Perú, parte del proyecto promovido por COFIDE, FOMIN y una empresa del sector privado.
	: Actual masa crítica de <i>startups</i> dinámicas y de alto impacto en el Perú basado en los datos de COFIDE, PRODUCE, CONCYTEC y el reporte de Angel Ventures Perú.
	: Oportunidad de COFIDE para posicionarse como promotor de la inversión de capital <i>startup</i> y capital de riesgo – Serie A; generando oportunidades de rondas subsiguientes de capital de riesgo (<i>follow-on funds</i>).
	: Tipo de oferta de capital y tamaño promedio de la ronda de inversión.
[1,000] [5,000]	: De acuerdo al proceso de validación, una ronda de inversión igual o mayor a US\$ 1,000,000 e igual o menor a US\$ 5,000,000 califica como una primera ronda de capital de riesgo (Serie A).

2. Compañías objetivo (*startups* dinámicas y de alto impacto)

Etapa en el ciclo de inversión	Características generales	Características particulares
Capital semilla [US\$ 15-150K]	MYPE con potencial de rápido crecimiento en sus años iniciales, y un alto grado de innovación y diferenciación.	Modelos de negocio que cuenten con Producto Mínimo Viable.
Capital startup [US\$ 150K-1M]		1-5 años con Registro Único de Contribuyentes (RUC). En los últimos 12 meses o ejercicio fiscal, facturación mínima de 10 UIT.
Capital de riesgo – Serie A [US\$ 1M-5M]		2-7 años con Registro Único de Contribuyentes (RUC). En los últimos 36 meses, facturación mínima de 150 UIT y máxima de 1,700 UIT en los últimos 12 meses.

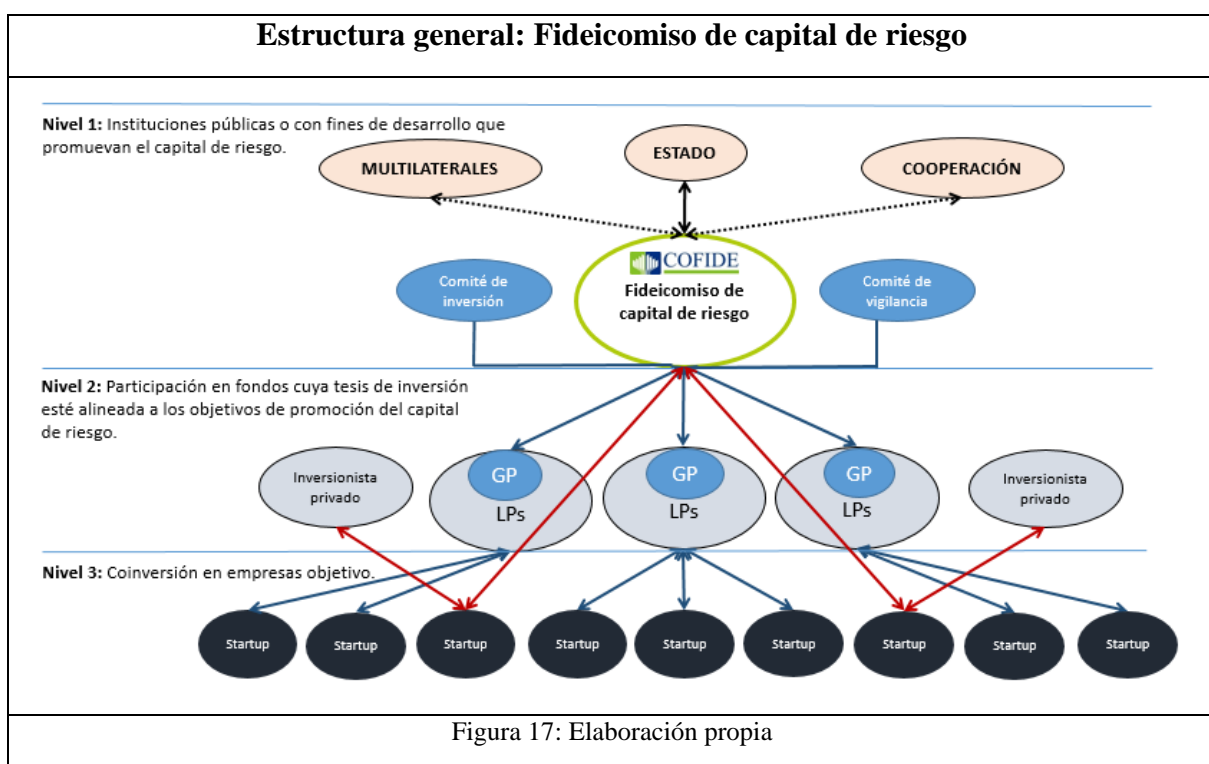
3. Tamaño de mercado

Etapa en el ciclo de inversión	Cantidad de <i>startups</i> objetivo	Promedio monto de inversión recibido (US\$)	Monto de inversión recibido total (US\$)	Representación sobre el monto de inversión recibido total (%)
Capital semilla	8	12,000	95,000	0.8
	230	15,000	3,450,000	29.5
	27	30,000	810,000	17.8
	52	40,000	2,080,000	7
	2	90,000	180,000	1.5

Capital startup	12	424,000	5,089,992	43.4
Capital de riesgo – Serie A	-	-	-	-
TOTAL	331		11,704,992	100%




4. El vehículo de inversión

4.1 Aspectos generales



En donde:

↔ : Aportes de instituciones del Estado peruano como PRODUCE, MEF, CONCYTEC y COFIDE en calidad de fideicomitentes.

	: Potenciales aportes de organismos multilaterales o de cooperación que eventualmente podrían participar en la estructura de promoción del capital de riesgo.
	: Colocación de recursos del fideicomiso en fondos de inversión a cambio de certificados de participación en el patrimonio autónomo.
	: Colocación de recursos del fideicomiso en coinversiones en <i>startups</i> dinámicas y de alto impacto bajo los mismos términos y condiciones de un inversionista privado.

Estructura formal	: Fideicomiso
Fideicomitentes	: Inicialmente involucraría al MEF, PRODUCE, CONCYTEC y COFIDE. A futuro, se podría incluir a multilaterales y agencias de cooperación internacional, así como la participación de otros inversionistas institucionales públicos o con fines de desarrollo.
Fiduciario	: COFIDE. Se evaluará la constitución de una Comisión Administradora integrada por expertos sobre la materia a quienes se les dará las funciones de un Comité de Inversión. Dentro de las características del Comité de Inversión se considerará: <ul style="list-style-type: none"> - 3 a 5 miembros del sector privado. - Perfiles: i) Emprendedores con éxito; ii) Experiencia en inversiones en capital privado. - Existirá un régimen de retribuciones a los miembros en base a: i) Una dieta anual; ii) Una comisión de éxito por el rendimiento de las inversiones. - Podrán participar los fideicomitentes, pero sin voto. - Políticas de buen gobierno corporativo y manejo de conflictos de interés. <p>Además, para esta misma etapa se evaluará la constitución de un Comité de Vigilancia integrado por los fideicomitentes.</p>

Fideicomisarios : Personas indeterminadas que cumplan con las características definidas para cada programa.

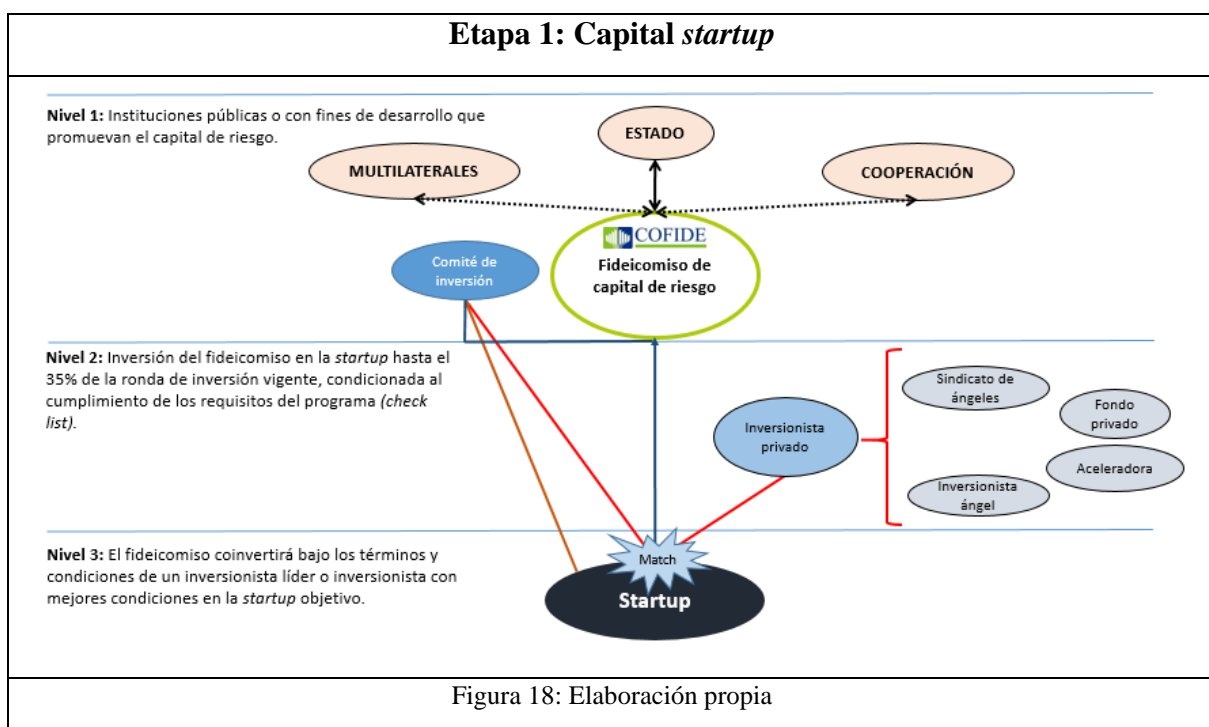
Finalidad : Promover el capital de riesgo para *startups* dinámicas y de alto impacto en el Perú.

4.2 Aspectos particulares




Dentro de las características particulares del fideicomiso, se incluirán los criterios que deberán considerarse para la identificación y selección de los fideicomisarios. A continuación, se señalan las características de los mismos, la misma que estará dividida en dos etapas.

4.2.1 Etapa 1: Capital *startup*

4.2.1.1 Esquema:



En donde:

	: Solicitud de la <i>startup</i> dirigida al fideicomiso para la participación de este último en una ronda de inversión vigente de la primera.
	: Coinversión del inversionista líder o inversionista con las mejores condiciones de la ronda y el fideicomiso.
	: Acciones del <i>startup</i> emitidas a favor del fideicomiso.

4.2.1.2 Requisitos:

Además de cumplir con lo señalado en el punto 2 de la presente sección, las *startups* deberán acreditar lo siguiente:

1. Haber pasado por un proceso de incubación o aceleración en alguna de las instituciones beneficiadas por Innóvate Perú. Alternativamente, la *startup* cumplirá con este requisito si logra acreditar:
 - a. Haber pasado por un programa nacional o internacional de incubación/aceleración a cargo de una institución reconocida y especializada en emprendimiento dinámico y de alto impacto; o,
 - b. Haber recibido recursos no menores de US\$ 40,000 de terceros, de fuente pública o privada, propios o de terceros, anteriores a la convocatoria, siempre que tales recursos hayan sido recibidos en razón de la actual actividad empresarial de la *startup*.
2. Acreditar que, posterior a la ronda de inversión donde participará el fideicomiso, mantendrá el control accionario sobre la *startup*.
3. Acreditar la existencia de una ronda de inversión vigente y abierta mayor o igual a US\$ 150,000 y menor o igual a US\$ 1,000,000.
4. Acreditar su pertenencia al ecosistema de emprendimiento dinámico y de alto impacto peruano, a través de la participación de un fundador, persona en cargo gerencial, domicilio o centro de operaciones de origen peruano.
5. Acreditar la participación de, por lo menos, un (1) inversionista líder (*lead investor*) dentro de la estructura de inversión propuesta. Alternativamente, la *startup* cumplirá con este requisito si logra acreditar:

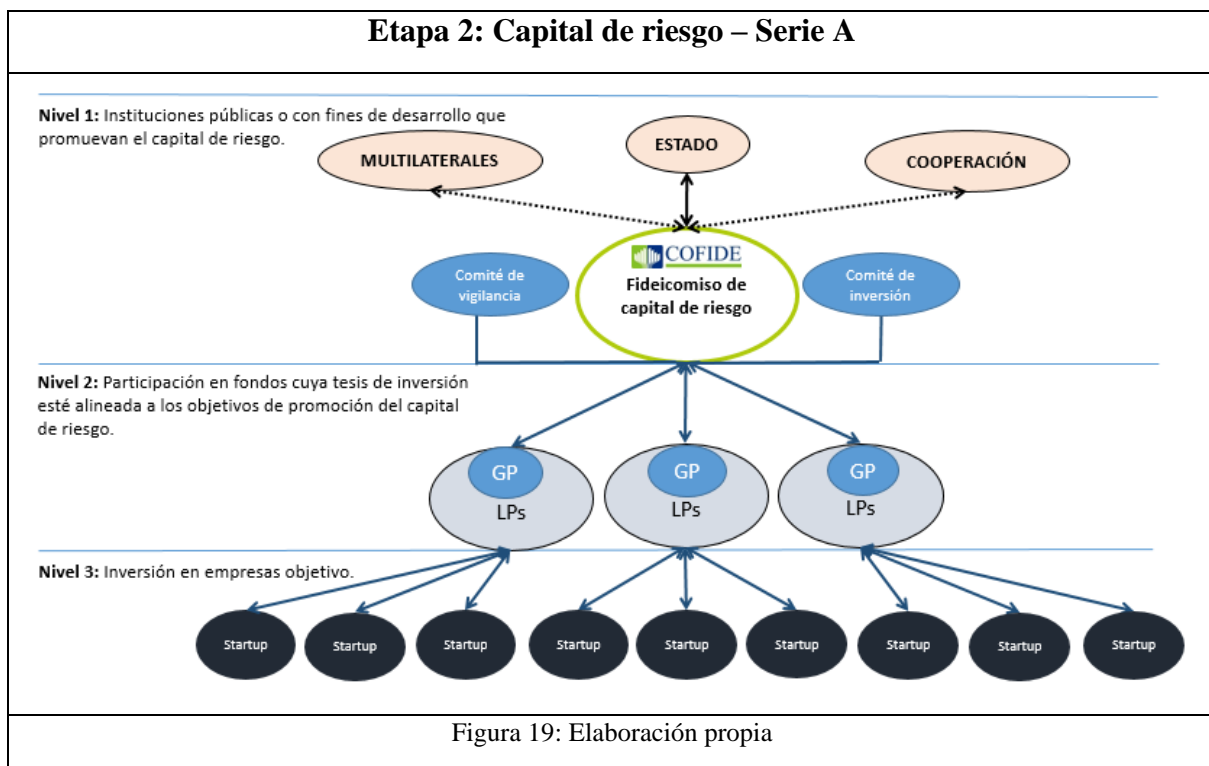
- b. La participación de, por lo menos, un (1) inversionista que tenga mejores condiciones dentro de la ronda de inversión. Tal diferenciación podrá darse en razón a un mayor aporte financiero o no financiero brindado por el inversionista, incluyendo *know how*, red de contactos, experiencia en el sector o experiencia en inversión en etapa temprana.

De esta manera, la *startup* deberá presentar la documentación que acredite el cumplimiento de la totalidad de requisitos señalados en el listado anterior. Luego de su verificación, el fideicomiso emitirá un compromiso de inversión por el 35% de la ronda vigente, condicionando el desembolso de la inversión a que, dentro del plazo de 90 días calendario de presentada la documentación, la *startup* acredite inversiones efectivas por lo menos del 65% de la ronda vigente con la participación de uno (1) o más inversionistas privados, donde al menos uno (1) deberá cumplir con los requisitos señalados en el punto 5 del presente listado.

Una vez cumplido con lo señalado en el párrafo anterior, la *startup*, el fideicomiso y los demás inversionistas, celebrarán un contrato de inversión, en donde la participación del fideicomiso tendrá los mismos términos y condiciones de los títulos emitidos a favor del inversionista que cumpla con los requisitos señalados en el punto 5 del listado anterior. Dentro de las condiciones del contrato se deberá considerar que, en todos los casos, la participación del fideicomiso será minoritaria dentro de la ronda de inversión vigente y por un máximo del 35% de la misma. Para el cálculo del 35% se considerarán las condiciones de la ronda de inversión presentadas al momento de la convocatoria. En cualquier caso, el monto máximo desembolsado será de US\$ 350,000 y las retribuciones a favor del fideicomiso tendrán un límite en las ganancias de tres veces el capital total invertido por el fideicomiso (3x) a fin de generar un mayor incentivo en el inversionista de asumir riesgos. El monto generado en exceso del límite anterior se distribuirá a prorrata de la participación de los accionistas comunes o preferentes existentes hasta la ronda de inversión en que participó el fideicomiso, inclusive. En caso, exista enajenación de los certificados de participación del fideicomiso a favor de otro inversionista, tal limitación no será aplicable al nuevo titular.

4.2.2 Fase 2: Capital de riesgo – Serie A

4.2.2.1 Esquema



4.2.2.2 Requisitos

El inversionista postulante, dentro de la etapa ‘capital de riesgo – Serie A’, deberá acreditar lo siguiente:

1. Estar constituidos como sociedades administradoras de fondos de inversión (en adelante, ‘la administradora’), en donde los certificados de participación en el fondo de inversión de capital de riesgo podrán estar colocados por oferta pública o privada, de acuerdo al Decreto Legislativo 862 y sus normas modificatorias.
2. Deberán acreditar su pertenencia al ecosistema de emprendimiento dinámico y de alto impacto peruano a través de su nacionalidad, equipo de trabajo o centro de operaciones de nacionalidad u origen peruano.
3. El *pipeline* de *startups* dinámicas y de alto impacto objeto de inversión deberán incluir un fundador, persona en cargo gerencial, domicilio o centro de operaciones de nacionalidad u origen peruano.

4. Deberá establecer un plazo de vida del fondo, delimitando con claridad a las etapas de inversión y desinversión, respectivamente.
5. Deberá sustentar su capacidad de asumir gastos operativos anuales por un mínimo de US\$ 200,000 o un tamaño mínimo del patrimonio del fondo de inversión por US\$ 10,000,000 y máximo de US\$ 25,000,000. En cualquier caso, la comisión por administración (*management fee*) deberá ser entre 2-2.5% sobre el capital comprometido en el periodo de inversión y entre 2-2.5% sobre el capital invertido en el periodo de desinversión. Finalmente, dicha comisión englobará todas las demás comisiones referidas a gastos administrativos y operativos del fondo.
6. Los certificados de participación emitidos a favor del fideicomiso deberán representar una participación minoritaria en el patrimonio del fondo de inversión de capital de riesgo entre 35-45% del patrimonio administrado.
7. Deberá sustentar *track record* en inversiones en etapa temprana innovadoras o de base tecnológica, o su capacidad de ser proveedor de capital inteligente para las *startups* (capital, red de contactos, *mentoring*, experiencia, entre otros).
8. Deberán presentar una tesis de inversión en etapas tempranas innovadoras o de base tecnológica. Para evaluar la fortaleza de la tesis de inversión se considerará, entre otros, los mecanismos para garantizar la rigurosidad en su cumplimiento, la participación minoritaria en el capital social de la *startup* objetivo, el condicionamiento de la inversión al cumplimiento de objetivos (*milestones*), la identificación de las etapas de inversión y desinversión, la acreditación que la inversión estará basada en las condiciones reales del mercado local, y la estrategia de desinversión.
9. Deberá acreditarse la existencia de compromisos de inversión previos por parte de la administradora o de terceros por lo menos del 25% del tamaño mínimo del fondo señalado en el punto 5 del presente listado.
10. La participación de la administradora y sus empresas vinculadas deberá ser igual o menor al 40% del patrimonio administrado.
11. Deberá acreditarse la participación de un mínimo de (4) partícipes, cada uno con participaciones igual o mayores al 10% del patrimonio administrado.
12. La administradora del fondo podrá plantear una composición distinta a la señalada en los puntos 10 y 11 del presente listado, siempre que existan compromisos de inversión de

inversionistas institucionales que representen el 50% o más del patrimonio del fondo. Serán inversionistas institucionales aquellos considerados en la definición establecida en el artículo 3 de la Resolución de la Superintendencia del Mercado de Valores 021-2013-SMV-01.

13. Deberán establecer y sustentar que las retribuciones a favor de la administradora en la estructura de inversión propuesta estarán basadas en la generación de valor, por ejemplo, en el *carried interest*. Para tal efecto, se podrán pactar cláusulas que permitan una mayor protección a los partícipes como *clawback*, limitaciones a nuevas inversiones en el periodo de desinversión, derechos de preferencia, entre otras.
14. Siempre que las inversiones generen utilidades, la administradora deberá pagar, a prorrata de su participación, el monto correspondiente a los partícipes, con cargo a capital. No obstante, el pago del *carried interest* a la administradora, se dará en la liquidación del fondo a través del esquema de cascada (americana o europea) establecida.
15. Los certificados de participación emitidos a favor del fideicomiso deberán ser de libre transferencia, de acuerdo a lo establecido en el Decreto Legislativo 862 y sus normas modificatorias.
16. Deberán establecer políticas de buen gobierno corporativo y manejo de conflictos de interés dentro de la estructura de inversión propuesta.
17. Las retribuciones a favor del fideicomiso tendrán un límite en las ganancias de tres veces el capital total invertido por el fideicomiso (3x). El monto generado en exceso del límite anterior se distribuirá a prorrata de la participación de los accionistas comunes o preferentes existentes hasta la ronda de inversión en que participó el fideicomiso, inclusive. En caso, exista enajenación de los certificados de participación del fideicomiso a favor de otro inversionista, tal limitación no será aplicable al nuevo titular.
18. Deberán definir con claridad una estrategia de desinversión verosímil y acorde a las condiciones de mercado.

9. Conclusiones, limitaciones y recomendaciones

9.1 Conclusiones

El desarrollo de la presente investigación permitió arribar a determinadas conclusiones:

1. La revisión de literatura permitió identificar la necesidad de definir determinados conceptos como ‘*startup* dinámica y de alto impacto’, ‘ecosistema de emprendimiento’, ‘ciclo de vida del *startup* y fuentes de inversión’, ‘capital de riesgo’, ‘fondos híbridos de capital de riesgo bajo las modalidades de *equity* y deuda’ y ‘el rol de COFIDE’.

La importancia de definir estos conceptos radicó en la necesidad de delimitar el objeto de estudio, en donde también era necesario adaptar las definiciones de experiencias comparadas a la realidad local. De igual manera, como fue ratificado en la propuesta, se han mantenido las definiciones realizadas previamente por instituciones locales como PRODUCE o CONCYTEC a fin de que el presente vehículo genere continuidad a las actividades de las instituciones vinculadas al Estado peruano. Finalmente, se hizo especial énfasis en la definición del rol de COFIDE, el mismo que, adicional a las prácticas de la banca de desarrollo regional, debió considerar el marco legal nacional, en donde resaltó el límite constitucional establecido por el principio de subsidiariedad de la actividad empresarial del Estado peruano, y la ley y estatutos que regulan las funciones de dicha institución.

2. La revisión de literatura cumplió dos grandes objetivos. En primer lugar, fue una preparación para la aplicación de la metodología de los factores críticos de éxito en el estudio empírico, creando una base de conocimiento y generando mayores probabilidades de rescatar información relevante. En segundo lugar, permitió realizar una revisión de mejores prácticas y lecciones aprendidas en las experiencias de Estados Unidos, México y Chile que, al ser documentadas, facilitaron su comprensión y adaptación dentro de la presente propuesta. De la misma manera, el desarrollo del marco teórico permitió ratificar la presunción inicial sobre la ausencia de bibliografía relacionada al capital de riesgo o esquemas de inversión en *startups* dinámicas y de alto impacto en el Perú, en donde solo se han encontrado a la propuesta de (Invertir,

2008), el artículo académico de (Silupú, 2008), y los informes de (FOMIN, 2014) y (OCDE, 2016).

En atención a lo anterior, la revisión de la literatura permitió realizar un primer acercamiento a los factores críticos de éxito del capital de riesgo en donde se propuso el agrupamiento de los mismos en tres niveles: Relación i): Institución e Inversionistas (gestor y aportantes); Relación ii) Fondo de capital de riesgo – *Startup*; y, Otros. En esta última categoría se incluyeron aquellos que no hacían parte de las relaciones precedentes; sin embargo, tenían un relacionamiento indirecto con el capital de riesgo. Vale precisar, que los factores críticos de éxito nombrados en el punto 7.4.3 de la presente investigación fueron consecuencia de un agrupamiento y sistematización de diferentes elementos identificados en la literatura. En consecuencia, en la relación i) se identificaron (17) factores críticos de éxito; en la relación ii) se identificaron (5) factores críticos de éxito; y, finalmente, en ‘Otros’ solo (1) factor crítico de éxito.

3. La metodología de los factores críticos de éxito requirió de ciertas adaptaciones necesarias para cumplir con los objetivos de la investigación. En primer lugar, como fue señalado en los estudios de (Rockart y Bullen, 1981), esta metodología podía adaptarse al estudio de una industria, una empresa, un departamento o un negocio dentro de una empresa; por lo cual, la presente investigación consideró su utilización para identificar los factores críticos de éxito de la industria de capital de riesgo a fin de proponer un vehículo de inversión que promueva el capital de riesgo en el Perú. En segundo lugar, fue importante acotar la unidad de análisis de los entrevistados, identificando con claridad los perfiles en base a su rol y perspectivas dentro de la industria de capital de riesgo o ecosistema de emprendimiento dinámico a la que pertenecían. De la misma manera, tuvo la misma relevancia que los entrevistados cumplieran roles de dirección dentro de sus instituciones, especialmente por la visión general que implicaba su función y la compatibilidad que esta característica tenía con el carácter exploratorio de la presente investigación.

4. En el estudio empírico se lograron identificar (24) factores críticos de éxito en la relación i); (10) factores críticos de éxito en la relación ii); y, (7) factores críticos de éxito en la categoría ‘Otros’. Vale precisar, que los factores críticos de éxito nombrados en el punto 8.6.6 de la presente investigación también fueron consecuencia de un agrupamiento y sistematización de diferentes elementos identificados, en este caso, por los entrevistados.
5. En atención a los factores identificados tanto en la literatura como en el estudio empírico se realizó una sistematización de los mismos, la misma que figura en el punto 8.7 de la presente, en donde el resultado final identificó los factores críticos de éxito del capital de riesgo que se presentan en la siguiente tabla. Vale precisar, que aquellos factores resaltados coincidieron fueron aquellos que fueron nombrados en ambas fuentes.
6. En la consolidación de los factores críticos de éxito identificados en la literatura y aquellos del estudio empírico, la proporción en cantidad y diversidad fue ampliamente favorable para el segundo, evidenciando la importancia en el uso de fuentes primarias y secundarias que logren ser complementarias. Así, la identificación y tabulación de los factores críticos antes señalados constituyó la principal fuente de información para la elaboración del presente vehículo de inversión promotor del capital de riesgo en el Perú. En total, se identificaron los siguientes factores críticos de éxito¹⁰⁷:

Relación	FCE (t)	FCE (e)	FCE (total)
1. Institución promotora – Inversionistas (Gestores y aportantes)	17	24	24
2. Fondo de capital de riesgo - Startup	5	10	12
3. Otros	1	7	7

¹⁰⁷ FCE (t) equivale a factores críticos de éxito identificados en el marco teórico; mientras FCE (e) equivale a aquellos identificados en el estudio empírico. Algunos factores en las tres categorías se repetían entre el marco teórico y el estudio empírico.

7. El procesamiento y análisis de la información contó con dos momentos principales que permitieron definir una propuesta final del vehículo de inversión propuesto en la presente investigación. El primero, se trató en la contextualización de la propuesta, a través de la delimitación de conceptos como el ciclo de vida del *startup* y las fuentes de inversión, el tamaño del mercado, los beneficiarios (incluyendo a inversionistas y empresas objetivo), el instrumento de inversión, la formalidad del vehículo de inversión, y las fases de implementación del mismo. El segundo, se realizó a través de la validación de la propuesta de vehículo de inversión con (13) actores del ecosistema local y (1) actor del ecosistema chileno. Dicho proceso resultó importante para construir una propuesta con mayor sustento. Vale señalar que, en la medida que el presente vehículo se logre enmarcar en una fase de implementación, se requerirán de etapas de validación adicionales.
8. La presente investigación ha cumplido con el objetivo principal y los objetivos secundarios planteados. Respecto al objetivo general, mediante el desarrollo del marco teórico y el estudio empírico, se estableció un proceso metodológico que logró identificar los factores críticos de éxito del capital de riesgo. La identificación de los mismos constituyó la principal fuente de información para el consecuente planteamiento de la propuesta del vehículo de inversión promotor del capital de riesgo para *startups* dinámicas y de alto impacto en el Perú.
9. En cuanto al primer objetivo secundario, se logró identificar lecciones aprendidas y buenas prácticas de las experiencias en Estados Unidos, México y Chile sobre el capital de riesgo y su promoción. En el caso estadounidense, la fuente principal se dio en la literatura debido a la madurez del mercado y a la amplitud de material bibliográfico. Por otro lado, en el caso de México y Chile, si bien la revisión de literatura permitió identificar cierto grado de información, las fuentes más importantes se dieron dentro del estudio empírico. Adicionalmente, el estudio empírico permitió complementar el foco de estudio a prácticas de promoción del capital de riesgo en Colombia y Argentina. En términos generales, la revisión de

literatura y el estudio empírico permitieron identificar buenas prácticas y lecciones aprendidas que se incluyeron dentro de la propuesta; incluyendo cuestiones críticas como el desarrollo de etapas previas al capital de riesgo, la exigencia del tamaño mínimo del fondo y el uso de instrumentos de inversión que consideren las etapas de inversión y desinversión.

10. En relación con el segundo objetivo secundario, este se cumplió a través de la sistematización de la información de instituciones como COFIDE, PRODUCE y CONCYTEC y su apoyo al emprendimiento dinámico y de alto impacto en el Perú. Esta sistematización permitió definir parámetros relacionados al ciclo de vida de las *startups* y la cadena de inversión, la concentración de la masa crítica de emprendimientos dinámicos y de alto impacto, y las brechas en la oferta de capital semilla, capital *startup* y capital de riesgo – Serie A en el Perú. Adicionalmente, el acceso al informe de Angel Ventures Perú sobre las inversiones de capital semilla en el Perú, permitió incluir información sobre la actividad privada, reduciendo el margen de error en la definición de los parámetros antes señalados. Vale precisar que, la utilización de ambas fuentes permitió establecer una línea base sobre los recursos de las *startups* locales en el desarrollo de su negocio. Dicha información fue útil para plantear que la masa crítica de *startups* en el Perú se encuentra concentrada en etapas previas al capital de riesgo, por lo que el vehículo de inversión promotor del mismo, deberá expandir su alcance a etapas previas, con especial atención a la etapa de capital *startup*. Esta investigación considera que la etapa de capital semilla está cubierta por la oferta privada y los programas Start-Up Perú e Ideas Audaces, principalmente. En consecuencia, se ha propuesto dos fases para la implementación del vehículo de inversión, por un lado, promoviendo la etapa de ‘capital *startup*’ a través de un esquema de coinversión y, por otro lado, promoviendo la etapa de ‘capital de riesgo – Serie A’ a través de la inversión en fondos de capital de riesgo.
11. En relación al tercer objetivo secundario, se logró realizar una identificación de los actores del ecosistema de emprendimiento peruano, especialmente, aquellos con perfiles vinculados a la inversión. Tal objetivo se logró a través del involucramiento

de varios actores dentro del estudio empírico, en donde sus testimonios fueron determinantes para definir las características del vehículo de inversión. En cuanto al trabajo con los demandantes de capital, no existió un mapeo extensivo sobre la masa crítica de emprendedores locales debido a que ello escapaba del objetivo principal de la investigación; incluyendo solo a aquellos con mayor experiencia en el proceso de levantamiento de capital o desinversiones. En consecuencia, la extensión de la presente investigación al universo de emprendedores locales constituye una limitación y oportunidad de mejora a fin de contar con un vehículo de inversión más cercano a las necesidades de dicho sector.

12. Respecto al cuarto objetivo secundario, considerando la ausencia de material bibliográfico que estudie al capital de riesgo en el Perú, la presente investigación ha cumplido con identificar una serie de brechas de fuentes bibliográficas que constituyen una oportunidad para el desarrollo de investigaciones complementarias futuras. De esta manera, se ha logrado identificar, cuanto menos, dos niveles de relaciones jurídicas que deberán ser analizadas a mayor profundidad, incluyendo, por un lado, aquella que involucra a los inversionistas (LPs) con el administrador del fondo de capital de riesgo (GP); y, por otro lado, aquella que relaciona al fondo de capital de riesgo y la *startup*. De la misma manera, en el caso específico del presente vehículo de inversión, se agregó una tercera relación en un nivel superior que involucró a las instituciones promotoras del capital de riesgo y a los beneficiarios, en este caso, a los inversionistas y *startups*. Finalmente, es preciso señalar que existieron cuestiones societarias, tributarias, regulatorias y demás que constituyen oportunidades necesarias para extender el alcance de la presente investigación y que serán detalladas en el acápite correspondiente.

12.1 Limitaciones

Adicional a las conclusiones antes detalladas, es necesario hacer referencia a las principales limitaciones identificadas en la presente investigación. La primera, está relacionada a la ausencia de fuentes primarias y secundarias que estudien al capital de riesgo o al financiamiento del emprendimiento dinámico y de alto impacto en el Perú. En el caso del material bibliográfico, dicha ausencia ha generado la necesidad de estudiar realidades

diferentes a la local; en donde, la adaptación de dichas prácticas a la realidad local deberá ser evaluada de manera cuidadosa, tanto por factores de mercado, como por aquellos vinculados al marco jurídico. Por otro lado, en el estudio empírico se identificaron dos problemáticas en la identificación de expertos en la materia. Por un lado, la cantidad de expertos es limitada debido a la inmadurez del mercado; y, por otro lado, no existe una base de datos sistematizada que permita su identificación.

En segundo lugar, existió una limitación en el acceso a la información de fuente privada. Como fue señalado anteriormente, para el establecimiento del ciclo de vida del *startup* en el Perú y la cadena de inversión, los parámetros para definir las etapas de capital semilla, capital *startup* y capital de riesgo – Serie A, y la concentración de la masa crítica en el Perú, se recurrió al uso de los programas de COFIDE, PRODUCE y CONCYTEC debido a la publicidad de la información y a la posibilidad de utilizarla como un referente mínimo. Tal información fue complementada por el informe de Angel Ventures Perú sobre capital semilla en el Perú; limitando el margen de error en la definición de dichos parámetros. Sobre el particular, será importante que, como en el caso mexicano, chileno y colombiano, se desarrolle un estudio independiente sobre las condiciones del ecosistema local, a fin de crear una herramienta pública y de constante actualización que reduzca la limitada información sobre el mercado. Para ello, será importante considerar que dicho estudio deberá ser realizado por una institución que garantice un equilibrio entre la precisión de la información y el uso debido de la misma.

En tercer lugar, se presentó una limitación en cuanto a la participación de los emprendedores locales en la presente investigación. Vale precisar que, esto se debió a que el foco de la presente se centraba, principalmente, en el perfil inversionista. A pesar de que la posición de los entrevistados incluyó diversos elementos relacionados directa o indirectamente con el emprendedor, debe reconocerse que la participación de una mayor cantidad de emprendedores podrá potenciar el alcance de la presente. Este punto cobra mayor relevancia si se considera que la presente investigación ha propuesto un esquema de coinversión en donde los emprendedores serán los principales beneficiarios; el mismo que no fue previsto inicialmente y que fue incluido debido a los testimonios de los entrevistados en el estudio empírico.

Finalmente, la cuarta limitación identificada está relacionada a que la presente investigación ha justificado que el rol promotor del capital de riesgo deberá estar a cargo de COFIDE. Si bien no existió una evaluación sobre una institución sustituta, la presente ha justificado, en base a normas constitucionales, con rango de ley y estatutarias, que COFIDE tiene la finalidad de promover y articular el financiamiento de la MYPE a través de intermediarios financieros; por lo cual, la promoción del capital de riesgo guarda coherencia con dicho mandato general. De esta manera, siempre que se enmarque dentro del principio de subsidiariedad de la actividad empresarial del Estado peruano y actúe de acuerdo a la ley y sus estatutos, COFIDE podrá promover el capital de riesgo a través de la inversión en fondos de inversión o actuando en un fideicomiso que tenga dicha finalidad; esta última fue la elegida por la presente investigación.

12.2 Oportunidades

Finalmente, el desarrollo de la presente investigación ha permitido identificar una serie de oportunidades futuras de investigación. A continuación, se realiza un listado con temas de investigación que complementarían a la presente:

- El esquema de coinversión como promotor del capital semilla y capital *startup* en el Perú.
- La regulación sobre las sociedades administradoras o gestoras de fondos de inversión y su capacidad de adaptarse a tesis de inversión en etapas tempranas.
- El tratamiento tributario sobre las ganancias de capital para inversiones de etapa temprana.
- El tratamiento tributario de las notas convertibles o deuda convertible, especialmente sobre las ganancias de capital generadas en la conversión.
- El establecimiento de políticas de buen gobierno corporativo en el fideicomiso o vehículo de inversión de capital de riesgo.
- Estudio especializado sobre las relaciones entre: i) Los inversionistas y las administradoras o gestoras de fondos de inversión; y, ii) El fondo de capital de riesgo y la empresa objetivo.

- La estrategia legal para la inversión de un inversionista de capital de riesgo, evaluando los aspectos positivos y negativos del uso de los instrumentos de *equity*, deuda o *quasi equity*, respectivamente.
- Estudio de mercado sobre el emprendimiento dinámico y de alto impacto en el Perú que permita definir con mayor precisión el ciclo de vida del *startup* y las fuentes de inversión, los montos promedio de inversión por las diferentes etapas, métricas de valorización de *startups*, y la concentración de la masa crítica de *startups* a nivel nacional.
- Estudio cualitativo sobre las posiciones de las instituciones promotoras del capital de riesgo o emprendimiento dinámico y de alto impacto en el Perú respecto a la viabilidad de unificar la oferta de ‘capital semilla’, ‘capital *startup*’ y ‘capital de riesgo – Serie A’ a través de un vehículo de inversión como el propuesto.
- Estudio cualitativo sobre la posibilidad de expandir un modelo unificado de oferta de capital semilla, capital *startup* y capital de riesgo – Serie A que atienda esferas supranacionales como la Alianza del Pacífico.
- La promoción de un mercado alternativo de valores que se pueda constituir como un mecanismo efectivo para la desinversión de empresas en etapa temprana.

13.Bibliografía

- Allen, Franklin, y Wei-ling Song. *Venture Capital and Corporate Governance*. Paper, The Wharton Financial Institutions Center, 2002.
- Alvarado Velásquez, Marcelino, Itzé Márquez Jiménez, José Carlos Matías Gutiérrez, Carolina Morúa González, y Fabiola Pérez Gutiérrez. «Sociedad Anónima Promotora de Inversión, un nuevo modelo de inversión.» *Trabajo final para obtener el título de contador público*. México D.F.: Instituto Politécnico Nacional, Enero de 2016.
- Amorós, José Ernesto, Miguel Atienza, y Gianni Romaní. «Formal and Informal Equity Funding in Chile.» *Estudios de Economía*, 2008: 179-194.
- Andersen, Arthur. *Diccionario de Economía y Negocios*. Madrid: Espasa Calpe S.A., 1999.
- Angel Ventures Perú. «Tendencias en Perú y la región.» Lima, 2017.
- Barnes, Wendell. «What Government Efforts Are Being Made to Assist Small Business.» *Law and Contemporary Problems - Duke University School of Law*, 1959: 3-26.
- BID. «El Fondo Emprender - Nuevas oportunidades para emprendimientos dinámicos en Uruguay.» Banco Interamericano de Desarrollo, Marzo de 2012.
- BID. *El Fondo Emprender*. BID, 2012.
- Boynton, Andrew C., y Robert W. Zmud. «An Assessment of Critical Success Factors.» *Sloan Management Review*, 1986: 17-27.
- Brophy, David J., y Mark W. Guthner. «Publicly Traded Venture Capital Funds: Implications for Institutional "Fund of Funds" Investors.» *Journal of Business Venturing*, 1988: 187-205.
- Bullen, Christine V., y John F. Rockart. «A Primer on Critical Success Factors.» *Center for Information Systems Research No. 69*, 1981.
- Charvel, Roberto. «A Comprehensive Look at the Private Equity Industry in Mexico (1990-2006).» *The Journal of Private Equity*, 2007: 42-53.
- Charvel, Roberto. «Is Private Equity Out of Control in Latin America.» *The Journal of Private Equity*, 2009: 1-9.
- Chen, Henry, Paul Gompers, Anna Kovner, y Josh Lerner. «Buy Local? The Geography of Successful and Unsuccessful Venture Capital Expansion.» *National Bureau of Economic Research*, 2009.

- Cienciactiva. *Ideas Audaces 2016 - I*. 2016.
<http://www.cienciactiva.gob.pe/convocatorias/innovacion-y-transferencia-tecnologica/ideas-audaces-2016-01> (último acceso: 17 de Febrero de 2017).
- Clark, James. «VC Evolved.» British Private Equity & Venture Capital Association, 2014.
- Clark, James. *VC Evolved*. Policy Maker, British Private Equity & Venture Capital Association, 2014.
- Cobb, Carlos. «Capital Emprendedor.» *Respaldo NAFINSA para los empresarios de México*. México DC, 11 de Mayo de 2016.
- COFIDE. *COFIDE*. 2015. <http://www.cofide.com.pe/cofideportal/main/productos/apoyo-mipe/centro-desarrollo-empresarial> (último acceso: 11 de Enero de 2016).
- . *COFIDE*. 2015. <http://www.cofide.com.pe/cofideportal/main/productos/apoyo-mipe/mipyme> (último acceso: 11 de Enero de 2016).
- COFIDE. «Fondo de Inversión LATAM Perú.» Exposición de Motivos No. 0007-2007-DF, 2007.
- . «Plan Estratégico 2016 - 2021.» Noviembre de 2015.
- . *Servicios Fiduciarios*. 2016. <http://www.cofide.com.pe/COFIDE/productos> (último acceso: 20 de Febrero de 2017).
- CORFO. «Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC).» Santiago de Chile, 7 de Julio de 2012.
- CORFO. «Fondos de Capital de Riesgo.» Resultados acumulados al 31 de diciembre de 2015, Santiago de Chile, 2015.
- . «Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas (FET).» 3 de Febrero de 2015.
- . «Fondos Etapas Tempranas (FT).» Santiago de Chile, 12 de Julio de 2012.
- . «Programa de Financiamiento a Fondos de Inversión de Capital de Riesgo.» Santiago de Chile, 15 de Junio de 2012.
- Coyle, John F., y Joseph M. Green. «Contractual Innovation in Venture Capital.» *Hastings Law Journal*, 2014: 133-183.
- Crespi, Gustavo, Eduardo Fernández-Arias, y Ernesto Stein. «¿Cómo repensar el desarrollo productivo?» Banco Interamericano de Desarrollo, 2014.
- Cumming, Douglas T., y Jeffrey G. MacIntosh. «Venture-Capital Exits in Canada and the United States.» *The University of Toronto Law Journal*, 2003: 101-199.

- Dahlstrom, Timothy R. «The Rise and Fall of the Participating Securities SBIC Program: Lessons in Public Venture Capital Management.» *Perspectives in Public Affairs* (Perspectives in Public Affairs), 2009: 51-68.
- Dalberg. «Assesing the Impact of MIF's Venture Capital Program in Latin America.» *Diagnostic Report*. Septiembre de 2012.
- Daniel, D. Ronald. «Management Information Crisis.» *HBR September - October*, 1961: 111.
- Dilger, Robert Jay, y Óscar R. Gonzales. *SBA Small Business Investment Company Program*. Congressional Research Service, 2011.
- Divakaran, Shanti, Patrick McGinnis, y Masood Shariff. *Private Equity and Venture Capital in SMEs in Developing Countries*. Policy Research Working Paper, The World Bank, 2014.
- El Comercio*. «Perú es el país emergente con mejor entorno para microfinanzas .» 13 de Enero de 2015: 1.
- Endeavor. «Endeavor Catalyst Annual Report (2015-2016).» 2016.
- Eraña, Fernando. «La industria del capital privado desde el punto de vista legal 2014.» *Centro de Investigación en Iniciativa Empresarial del IPADE*. IPADE, 2014.
- EY. «Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México.» 2015.
- EY. *Reporte de Venture Capital y Private Equity: Una mirada a Chile, la región y el mundo*. Informe 2015-2016, Santiago de Chile: EY y ACAFI, 2016.
- FOMIN. «Capital Emprendedor: Un motor para el desarrollo en América Latina.» Washington, 2012-2013.
- . «El ecosistema peruano de emprendimiento dinámico: señales para el optimismo y áreas de mejora.» 2015.
- . «El ecosistema peruano de emprendimiento dinámico: señales para el optimismo y áreas de mejora.» 2015.
- Garland, Russ. «The Washington Street Journal.» *An Older, Wiser SBA Makes New Run at Early-Stage VC*. 11 de Junio de 2012. <http://blogs.wsj.com/venturecapital/2012/06/11/an-older-wiser-sba-makes-new-run-at-early-stage-vc/> (último acceso: 10 de Marzo de 2016).
- Gilson, Ronald. «Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience.» *Stanford Law Review*, 2002.
- Gilson, Ronald J. «Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience.» Stanford Law School, Noviembre de 2002.

- Gilson, Ronald J., y Bernard Black. «Does Venture Capital Require an Active Stock Market?» *Journal of Applied Corporate Finance*, 1999.
- Gompers, Lerner, y Josh Lerner. «The Use of Covenants: An Empirical Analysis of Venture Partnership Agreements.» *The Journal of Law & Economics*, 1996: 463-498.
- Gompers, Paul A., y Josh Lerner. «What Drives Venture Capital Fundraising?» *National Bureau of Economic Research*, 1999.
- Gompers, Paul. «Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital.» *The Journal of Finance*, 1995: 1461–1489.
- Gompers, Paul, y Josh Lerner. «The Venture Capital Revolution.» *Journal of Economic Perspectives*, 2001: 145-168.
- Gompers, Paul, y Josh Lerner. «Venture Capital Distributions: Short-Run and Long-Run Reactions.» *The Journal of Finance*, 1998: 2161-2183.
- González, Luis Fernando. *Sociedad Anónima Promotora de Inversión*. 8 de Marzo de 2010.
<http://www.capitalprivado.com.mx/2010/03/08/sociedades-anonimas-promotoras-de-inversion-y-sus-ventajas-sobre-la-sociedad-anonima/> (último acceso: 15 de Abril de 2016).
- Gornall, Will, y Ilya Strebulaev. «The Economic Impact of Venture Capital: Evidence from Public Companies.» 2015.
- Guler, Isin, y Mauro Guillén. «Institutions and the Internationalization of US Venture Capital Firms.» *Journal of International Business Studies*, 2010: 185-205.
- Hellmann, Thomas. «The allocation of control rights in venture capital contracts.» *The Rand Journal of Economics*, 1998.
- Hernández Sampieri, Roberto, Carlos Fernández Callado, y Pilar Baptista Lucio. *Metodología de la investigación*. Empresa Editora El Comercial S.A., 2010.
- Hidalgo, Gabriel, Marco Kamiya, y Mario Reyes. *Emprendimientos dinámicos en América Latina*. CAF, 2014.
- Invertir. «Promoción de un fondo de fondos para el desarrollo de la pequeña y mediana empresa.» Enero de 2008.
- J.B.K Jr. «Showdown at Equity Gap: A Decade of the Small Business Investment Act.» *Virginia Law Review*, 1968: 772-807.
- Jääskeläinen, Mikko, Markku Maula, y Gordon Murray. «Profit Distribution and Compensation Structures in Publicly and Privately Funded Hybrid Venture Capital Funds.» *Research Policy* 36(7), 2007: 913-929.

- Jimenez, L. «Capital de Riesgo y mecanismos financieros de apoyo a la innovación en Brasil y Chile.» *CEPAL Naciones Unidas*, 2007.
- Jiménez, Luis Felipe. «Capital de riesgo e innovación en América Latina.» *Revista de la CEPAL*, 2008: 173-187.
- Kantis, Hugo, Juan Federico, y Sabrina Ibarra García. *Índice de Condiciones Sistémicas para el Emprendimiento Dinámico*. Prodem, 2014.
- Kaplan, Steven N., y Per Strömberg. «Characteristics, Contracts and Actions: Evidence From Venture Capitalist Analyses.» University of Chicago Graduate School of Business and National Bureau of Economic Research, Diciembre de 2002.
- Kauffman Foundation. «The Economic Impact of High-Growth Startups.» 2016.
- Kenney, Martin. «Note on "Venture Capital".» UC Berkeley Roundtable on the International Economy, 1 de Julio de 2000.
- LAVCA. «Latin America Venture Capital Five Year Trends.» 2016.
- Leamon, Ann, Josh Lerner, y Susana García-Robles. «Best Practices in Creating a Venture Capital Ecosystem.» 2013.
- Lerner, Josh. «The Government as Venture Capitalist: The Long-Run Impact of the SBIR Program.» National Bureau of Economic Research, Septiembre de 1996.
- Lerner, Josh. «The Syndication of Venture Capital Investments.» *Financial Management*, 1994.
- Lerner, Josh. «When Bureaucrats Meet Entrepreneurs: The Design of Effective "Public Venture Capital" Programs.» *The Economic Journal*, 2002: F73 - F84.
- Marris, Bill. «Google Ventures.» *Venture Capital Market Analysis*. 20 de Junio de 2016.
<https://library.gv.com/venture-capital-market-analysis-10a386cb2385#.kjo0xxtl> (último acceso: 10 de Octubre de 2016).
- Martin, William John, y Ralph J. Moore. «The Small Business Investment Act of 1958.» *California Law Review*, 1959: 144-170.
- Martínez Moreno, Alejandro. «Análisis comparativo entre la Sociedad Anónima y la Sociedad Promotora de Inversión.» *Presentada para obtener el grado académico de Maestría en Derecho*. Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey, Diciembre de 2009.
- Metrick, Andrew, y Ayako Yasuda. *Venture Capital & the Finance of Innovation*. Courier Westford, 2011.

- Ministerio de la Producción. *Emprendimientos dinámicos y de alto impacto*. 2015.
http://www.start-up.pe/emprendimientos_dinamicos_alto_impacto.html (último acceso: 9 de Septiembre de 2016).
- Murray, Gordon, Marc Cowling, Weixi Liu, y Olga Kalinowska-Besczynska. «Government co-financed 'Hybrid' Venture Capital programmes: generalizing developed economy experience and its relevance to emerging nations.» University of Exeter Business School, 12 de Marzo de 2012.
- OCDE. «Government Venture Capital for Technology-Based Firms.» París, 1997.
- OCDE. «Promoviendo las startups en América Latina: Avances y desafíos.» 2016.
- OCDE. *Startup América Latina*. OCDE, 2013.
- . «Start-Up América Latina.» *Construyendo un futuro innovador*. 2015.
- . «Startup América Latina 2016.» *Capítulo 6 - Perú*. 2016.
- Osterwalder, B, y Y Pigneur. *Business Model Generation*. ISBM, 2009.
- PRODUCE. «Plan Nacional de Diversificación Productiva.» Lima, 2014.
- . *Start-Up Perú*. 2017. <http://www.start-up.pe/> (último acceso: 24 de Febrero de 2017).
- . *STARTUP PERÚ*. 2015. <http://www.start-up.pe/index.html> (último acceso: 11 de Enero de 2016).
- Quispe, Zenón, David León, y Alex Contreras. «El exitoso desarrollo de las microfinanzas en el Perú.» *Moneda*, 2012: 13-18.
- Register, Federal. «Small Business Administration.» *Early Stage SBICs*. Vol. 81, No. 21, 2 de Febrero de 2016.
- Rind, Kenneth. «The Role of Venture Capital in Corporate Development.» *Strategic Management Journal*, 1981: 169-180.
- Rivas, Gonzalo. *El fomento al emprendimiento dinámico en países del Cono Sur de América Latina*. BID, 2014.
- . «El fomento del emprendimiento dinámico en países del Cono Sur de América Latina.» *Análisis de experiencias y lecciones de política*. Banco Interamericano de Desarrollo, Septiembre de 2014.
- Rockart, John F. «Chief Executives Define Their Own Data Needs.» *Harvard Business Review*, 1979.

- Rodríguez Arregui, Álvaro. «Mexico Needs a Venture Capital Industry.» *Harvard Business Review*. 24 de Octubre de 2012. <https://hbr.org/2012/10/mexico-needs-a-venture-capital-industry> (último acceso: 8 de Noviembre de 2016).
- Romani Ch., Gianni. «Los desafíos del financiamiento del emprendimiento innovador en la región.» *Sistemas, coaliciones, actores y desarrollo económico territorial en regiones mineras*, s.f.: 160-177.
- Romani Ch., Gianni. «Los desafíos del financiamiento del emprendimiento innovador en la región.» En: *Sistemas, coaliciones, actores y desarrollo económico territorial en regiones mineras*, Antofagasta, 2015.
- Romani Chocce, Gianni. «Condiciones necesarias para el desarrollo del Venture Capital en América Latina: El caso de Chile.» 28 de Mayo de 2003.
- Romaní, G., M. Atienza, y J.E. Amorós. «Financing entrepreneurial activity in Chile: scale and scope of public support programs.» *Venture Capital*, 2009: 55-70.
- Romaní, G., M. Atienza, y J.E. Amorós. «Financing entrepreneurial activity in Chile: scale and scope of public support programs.» *Venture Capital*, 2009: 55-70.
- Sahlman, William A. «The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations.» *Journal of Financial Economics*, 1990: 473-521.
- Sahlman, William A. «The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations.» *Journal of Financial Economics*, 1990: 473-521.
- Santillán-Salgado, Roberto J., y Norma A. Hernández-Perales. «Análisis de la industria de Fondos de Capital Privado y de Capital Emprendedor: su evolución reciente en México.» EGADE Business School, 2010.
- Santillán-Salgado, Roberto J., y Norma A. Hernández-Perales. *Capital Emprendedor en México: una revisión de la industria y su entorno*. Monterrey: EGADE - Tecnológico de Monterrey, 2010.
- SBA. «Office of Investment & Innovation.» *SBIC Overview*. s.f. (último acceso: 9 de Marzo de 2016).
- . «Office of Investment and Innovation.» *The Small Business Investment Company (SBIC) Program*. 6 de Noviembre de 2014. (último acceso: 9 de Marzo de 2016).
- . *Office of Investment and Innovation*. s.f. <https://www.sba.gov/sites/default/files/articles/SBIC-Early-Stage-Initiative.pdf> (último acceso: 21 de Marzo de 2017).
- . *SBIC - Program Overview*. s.f. <https://www.sba.gov/sbic/general-information/program-overview> (último acceso: 5 de Abril de 2016).
- . «The Small Business Investment Company (SBIC) Program.» *Spotlight on SBIC Early Stage investment Initiative*. s.f. (último acceso: 9 de Marzo de 2016).

- . «US Small Business Administration.» *SBIC Program*. 2016.
<https://www.sba.gov/category/lender-navigation/sba-loan-programs/sbic-program-0>
(último acceso: 8 de Marzo de 2016).
- Secretaría de Economía de México. *Sociedades Anónimas Promotoras de Inversión*. s.f.
<http://mexico.smetoolkit.org/mexico/es/content/es/54220/Sociedades-an%C3%B3nimas-promotoras-de-inversi%C3%B3n-S-A-P-I-> (último acceso: 15 de Abril de 2016).
- Serida, Jaime, Keiko Nakamatsu, Armando Borda, y Oswaldo Morales. *Perú 2013 - Global Entrepreneurship Monitor*. Lima: Esan Ediciones, 2015.
- Silupú Garcés, Brenda Liz. «Fondos de capital de riesgo: Una alternativa de financiamiento para las micro y pequeñas empresas (Mype) en el Perú.» *Gestión Joven*, 2008.
- . «Fondos de capital de riesgo: una alternativa de financiamiento para las micro y pequeñas empresas (MYPES) en el Perú.» Abril de 2008.
- Solórzano, Carvajal, González, y Pérez-Correa. «Capital Privado.» *Guía rápida para organizar fondos de capital privado en México I*. 28 de Septiembre de 2015.
<http://www.capitalprivado.com.mx/2015/09/28/guia-rapida-para-organizar-fondos-de-capital-privado-en-mexico-i/> (último acceso: 14 de Abril de 2016).
- . *Guía rápida para organizar fondos de capital privado en México II*. 28 de Septiembre de 2015.
<http://www.capitalprivado.com.mx/2015/10/05/guia-rapida-para-organizar-fondos-de-capital-privado-en-mexico-ii/> (último acceso: 18 de Abril de 2016).
- Sorenson, Olav, y Toby Stuart. «Syndication Networks and the Spatial Distribution of Venture Capital Investments.» *American Journal of Sociology*, 2001: 1546-1588.
- Startup Perú. «Bases del Concurso de Fomento de Capital de Riesgo en Emprendimientos Dinámicos y de Alto Impacto.» Lima, 2017.
- Start-Up Perú. *Bases integradas del concurso de capital semilla para emprendimientos dinámicos*. Diciembre de 2016. <http://www.start-up.pe/assets/edi-bases-integradas-sup5g.pdf>
(último acceso: 24 de Febrero de 2017).
- . *Bases integradas del concurso para empresas de impacto*. Diciembre de 2016.
<http://www.start-up.pe/assets/altoimpacto-bases-integradas-sup5g.pdf> (último acceso: 24 de Febrero de 2017).
- Start-Up Perú. «Start-Up Perú en cifras.» *Directorio Startuo Perú*, 2016: 38-78.
- StartUpsPal. *Etapas de financiamiento de StartUps*. 9 de Julio de 2011.
<https://startupspal.com/2011/07/09/etapas-de-financiamiento-de-starups/> (último acceso: 9 de Septiembre de 2016).

Trujillo Dávila, María Andrea, y Alexander Guzmán Vásquez. «Venture Capital: Una mirada al constructo teórico, su rol en los nuevos emprendimientos.» *Revista Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Militar Nueva Granda*, 2008: 71-84.

Tyebjee, Tyzoon, y Albert Bruno. «A Model of Venture Capitalist Investment Activity.» *Management Science*, 1984: 1051-1066.

Vaca Sittic, Güimar. «Statup founder vesting: Here's what it is and why it's your best friend.» *The Next Web*. 21 de Julio de 2013.
<http://thenextweb.com/entrepreneur/2013/07/21/startup-founders-heres-why-vesting-is-your-best-friend/#gref> (último acceso: 7 de Octubre de 2016).

Weidig, Tom. «Risk Model for Venture Capital Firms.» 2002.

14. Anexos

14.1 Anexo 1: Entrevistas de Factores Críticos de Éxito

14.1.1 Mauro Sartori

Datos generales:

Entrevistado : Mauro Sartori Randazzo
Institución : Bancoldex
Cargo : Vicepresidente -
Vicepresidencia de Riesgo
País : Colombia
Fecha : 24 de noviembre de 2016
Perfil : Estado

La entrevista se desarrolló bajo los siguientes parámetros.

a. Misión y rol en el ecosistema de emprendimiento dinámico:

El Banco de Desarrollo Empresarial (Bancoldex) tiene el gran objetivo de promover el “crecimiento empresarial” como uno de los ejes de desarrollo. En lo relativo al capital privado y capital de riesgo, cuenta con apoyo directo en la inversión en este tipo de fondos, apoyo no financiero a emprendimientos de alto impacto y una nueva línea de desarrollo de productos financieros, como una línea de crédito o garantías alternativas, dirigidas a emprendimientos de alto impacto.

b. Perspectivas en relación al desarrollo del capital de riesgo:

El entrevistado considera que su institución se encuentra en una etapa joven de desarrollo, no obstante cuenta con algunas lecciones aprendidas. Dentro de los principales retos está la generación de *deal flow* de emprendimientos de alto impacto, cantidad y calidad de inversionistas y administradores de fondos, y la integración de los países de la Alianza del Pacífico.

c. Identificación de los Factores Críticos de Éxito (FCE) del Capital de Riesgo (VC):

Para la identificación de los FCE, se siguió el orden propuesto en el esquema de la entrevista; es decir, una primera pregunta abierta al entrevistado para que identifique los

FCE (primer listado), una reformulación sobre la primera pregunta (segundo listado) y preguntas al entrevistado que incluyeron alguno de los FCE identificados en el marco teórico (tercer listado).

1. Primer listado:

- 1.1.Cantidad de fondos de capital de riesgo.
- 1.2.Gestores de fondos con perfil emprendedor.
- 1.3.*Deal flow* (cantidad y calidad de oportunidades de inversión).

2. Segundo listado:

- 2.1.Tamaño del fondo de inversión que aseguren inversión futura en empresas exitosas del portafolio (*follow-on*).
- 2.2.Participación de inversionistas institucionales (*family offices*, *endowments* de universidades, fondos de pensiones).
- 2.3.Participación de gestores locales e internacionales bajo estándares mínimos de regulación local.
- 2.4.Marco regulatorio (costo de formalización de empresas).
- 2.5.Equipo de trabajo del administrador y gestor del fondo que efectivamente otorgue capital inteligente a las empresas.
- 2.6. Desinversión a través de ventas estratégicas a falta de un mercado de valores profundo.
- 2.7.Desinversión a través de compra de participaciones de fondo a fondo.
- 2.8.Participación de Bancoldex respalda el proceso de *due diligence* y el levantamiento de capital del fondo asumiendo el mismo riesgo que los demás inversionistas.
- 2.9.La deuda es un instrumento que no resulta atractivo para los inversionistas en el levantamiento de capital del fondo por la preferencia en la liquidación y por la percepción de pago de deuda con aportes de inversionistas.

3. Tercer listado:

- 3.1.Beneficios tributarios para emprendedores e inversionistas de etapas tempranas.
- 3.2. La existencia de mecanismos de capital previos como fondos de capital semilla e inversionistas ángeles.
- 3.3.El rol de las incubadoras y aceleradoras para mejorar los emprendimientos.
- 3.4.Los inversionistas extranjeros requieren de un *commitment* del doble de los recursos solicitados a Bancoldex.

14.1.2 Víctor Besoain

Datos generales:

Entrevistado : Víctor Besoain Severino

Institución : CORFO

Cargo : Jefe Unidad de Inversiones –
Gerencia de Inversión y
Financiamiento

País : Chile

Fecha : 25 de noviembre de 2016

Perfil : Estado

La entrevista se desarrolló bajo los siguientes parámetros.

a. Misión y rol en el ecosistema de emprendimiento dinámico:

La Corporación Financiera de Fomento (CORFO) tiene el gran objetivo de fomentar la innovación en el sector empresarial de Chile. Además de atender brechas de financiamiento, CORFO estableció el programa de apoyo a fondos de inversión de capital de riesgo a fin que las empresas innovadoras locales se contacten con un socio estratégico que provea apoyo en la gestión, mentoría y redes de contactos.

b. Perspectivas en relación al desarrollo del capital de riesgo:

Existe un compromiso a futuro de CORFO en el apoyo a la generación de mayor cantidad de empresas innovadoras a través de la profesionalización de la MYPE y la promoción de los casos de éxito de empresas y fondos de inversión que han participado en los programas de apoyo.

c. Identificación de los Factores Críticos de Éxito (FCE) del Capital de Riesgo (VC):

Para la identificación de los FCE, se siguió el orden propuesto en el esquema de la entrevista; es decir, una primera pregunta abierta al entrevistado para que identifique los FCE (primer listado), una reformulación sobre la primera pregunta (segundo listado) y preguntas al entrevistado que incluyeron alguno de los FCE identificados en el marco teórico (tercer listado).

1. Primer listado:

1.1 Marco legal sólido y estable para la constitución de fondos de inversión.

- 1.2 Crecimiento del ecosistema de emprendimiento local incorporando nuevos actores (incubadoras, aceleradoras, capital semilla, inversionistas ángeles).
- 1.3 Crecimiento del *deal flow*.
- 1.4 Sólida industria financiera local.
- 1.5 Condiciones favorables del crédito de CORFO, por ejemplo, una tasa de interés devengada anualmente pero pagada en la liquidación calculada sobre el rendimiento del fondo.
- 1.6 Incorporación de inversionistas extranjeros.
- 2. Segundo listado:
 - 2.1 Enfoque en la capacidad innovadora de las empresas objetivo.
 - 2.2 Flexibilidad para que las empresas objetivo puedan ser no domiciliadas.
 - 2.3 Flexibilidad en los criterios de evaluación para la postulación de la administradora de fondos.
- 3. Tercer listado:
 - 3.1 Capacidad del equipo de trabajo del fondo.
 - 3.2 Capacidad de gestión del fondo, tanto en la administración de empresas tecnológicas como en la administración de recursos de terceros.
 - 3.3 Relación entre administradores e inversionistas a través de políticas de buen gobierno corporativo.
 - 3.4 Manejo de los conflictos de interés.
 - 3.5 Mecanismos de salida a través de ventas privadas.
 - 3.6 Flexibilidad para que las empresas objetivo sean no domiciliadas ante un futuro proceso de desinversión.
 - 3.7 Tamaño mínimo del fondo a fin de garantizar *follow-on* y la asunción de gastos operativos.
 - 3.8 Instrumento de deuda evita una participación activa del Estado y representa menor riesgo para CORFO.

14.1.3 Mauricio González

Datos generales:

Entrevistado : Mauricio González

Institución : MGí

Cargo : Presidente

País : Perú

Fecha : 29 de noviembre de 2016

Perfil : Inversionista

La entrevista se desarrolló bajo los siguientes parámetros.

a. Misión y rol en el ecosistema de emprendimiento dinámico:

MGí constituyó en 2014 una Sociedad Administradora de Fondos de Inversión (SAFI) enfocada en realizar inversiones de *Private Equity* en empresas medianas en sectores con potencial de crecimiento. Actualmente tiene autorización de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) local para organizar su primer fondo de inversión de “*growth equity*”. MGí ha enfocado esfuerzos en desarrollar el mercado de capitales y, en especial, el capital privado (*Private Equity*) en coordinación con el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) y COFIDE.

b. Perspectivas en relación al desarrollo del capital de riesgo:

El entrevistado considera que, previo a impulsar el desarrollo del capital de riesgo, será necesario fomentar el capital privado y que, paulatinamente, estos esquemas incluyan como empresas objetivo a las etapas tempranas o *startups* de base tecnológica. Para ello, el entrevistado señaló que actualmente existe una brecha de acceso a capital de un total de 6,500 medianas empresas con niveles de facturación entre USD 3M y 60M que no tendrían acceso al financiamiento de la banca comercial.

c. Identificación de los Factores Críticos de Éxito (FCE) del Capital de Riesgo (VC):

Para la identificación de los FCE, se siguió el orden propuesto en el esquema de la entrevista; es decir, una primera pregunta abierta al entrevistado para que identifique los FCE (primer listado), una reformulación sobre la primera pregunta (segundo listado) y preguntas al entrevistado que incluyeron alguno de los FCE identificados en el marco teórico (tercer listado).

1. Primer listado:

- 1.1. Mejoradores de riesgo de COFIDE a fondos de inversión de *Private Equity* que mejore las condiciones del levantamiento de capital (*fundraising*).
- 1.2. Mejoradores de rendimiento de los fondos de *Private Equity*.
- 1.3. Participación de Fondos de Fondos, *family offices* o multilaterales en esquemas de coinversión con fondos locales.
- 1.4. Participación de inversionistas institucionales locales como AFPs, ONP, COFIDE y organismos multilaterales como aportantes de los fondos.
- 1.5. Ausencia de *deal flow* (cantidad y calidad de empresas objetivo) en etapas tempranas.
- 1.6. Desarrollo de la cadena de inversión o financiamiento, incluyendo capital semilla, inversionistas ángeles locales e internacionales y fondos de capital de riesgo con tickets menores a los estándares internacionales.
- 1.7. Mecanismos de desinversión. En *Private Equity* ha generado rendimientos nominales que no se han materializado y ha desmotivado la participación de inversionistas institucionales por el riesgo de liquidez.
2. Segundo listado:
 - 2.1. Buenas prácticas de gobierno corporativo de los fondos de inversión.
 - 2.2. A diferencia del PE, en VC existen más etapas de fondeo.
 - 2.3. Necesidad de desarrollar *follow-on funds* para empresas con rondas de inversión de USD 500K.
 - 2.4. Participación de la banca de desarrollo para fomentar el capital privado.
3. Tercer listado:
 - 3.1. Identificar etapas de inversión y desinversión e implementar un instrumento de fomento de acuerdo a las necesidades particulares de cada etapa.
 - 3.2. Participación de una institución como la *Overseas Private Investment Corporation* (OPIC) en la promoción de fondos de capital privado a través de instrumentos de *quasi-equity* que, en el año 7, se convierten en deuda senior con un interés del alrededor del 3%.
 - 3.3. Identificar la conveniencia de los demás aportantes (en el caso peruano, AFPs, ONP, COFIDE y multilaterales) sobre el uso de un instrumento de *equity* o deuda.
 - 3.4. Mayores oportunidades para nuevos inversionistas ya que existe una preferencia natural por los fondos internacionalmente reconocidos.
 - 3.5. Balance entre los parámetros del programa de fomento y la flexibilidad en las decisiones del fondo.
 - 3.6. Reducir carga regulatoria para la constitución de fondos de inversión, por ejemplo, la exigencia de tener 0.5M en efectivo de patrimonio para el trámite del permiso.
 - 3.7. Abrir la oportunidad que Fondo de Fondos, *family offices* y multilaterales puedan realizar estrategias de *cherry picking* a través de un fondo local.

14.1.4 Javier Salinas

Datos generales:

Entrevistado : Javier Salinas Malaspina

Institución : Empreunde UP

Cargo : Director

País : Perú

Fecha : 29 de noviembre de 2016

Perfil : Incubadora/aceleradora

La entrevista se desarrolló bajo los siguientes parámetros.

a. Misión y rol en el ecosistema de emprendimiento dinámico:

Emprende UP es la incubadora/aceleradora de la Universidad del Pacífico y tiene el objetivo de promover, articular y difundir las actividades vinculadas al desarrollo de la cultura empresarial, nacimiento de nuevas iniciativas empresariales y el fortalecimiento del ecosistema emprendedor. Actualmente impulsa sectores tradicionales del emprendimiento y aquellos vinculados al emprendimiento dinámico y de alto impacto. Recientemente, ha ganado un fondo de Innóvate Perú para fortalecer las operaciones de la incubadora y el desarrollo de UP 4 Angels, red de inversionistas ángeles de dicha institución.

b. Perspectivas en relación al desarrollo del capital de riesgo:

Continuando con su presencia dentro del ecosistema de emprendimiento, Empreunde UP sumaría a sus programas actuales el desarrollo de un fondo de “*micro-venture-capital*”. El objetivo de este fondo sería atender la etapa siguiente a las etapas tempranas que, hoy en día, serían cubiertas por los programas de incubación y red de inversionistas ángeles. De la misma manera, Empreunde UP adoptará el rol de “*sandbox*” que corresponde a la academia en la experiencia internacional, es decir, desarrollando programas pilotos internamente previo a su presentación en el mercado.

c. Identificación de los Factores Críticos de Éxito (FCE) del Capital de Riesgo (VC):

Para la identificación de los FCE, se siguió el orden propuesto en el esquema de la entrevista; es decir, una primera pregunta abierta al entrevistado para que identifique los FCE (primer listado), una reformulación sobre la primera pregunta (segundo listado) y preguntas al entrevistado que incluyeron alguno de los FCE identificados en el marco teórico (tercer listado).

1. Primer listado:

- 1.1. Tamaño aproximado del fondo de inversión de USD 5M – 10M.
- 1.2. Identificar la brecha de acceso a capital de empresas entre USD 500K y 1M.
- 1.3. Determinar el tamaño y tipo de empresa que se busca atender.
- 1.4. Impulsar el desarrollo de la cadena de inversión/financiamiento, limitando las trabas regulatorias existentes para el desarrollo de las etapas previas al capital de riesgo.

2. Segundo listado:

- 2.1. Para fomentar la industria el Estado podría participar subsidiando los gastos de administración del fondo.
- 2.2. Participación de COFIDE a través de inversiones en *equity* en los fondos de inversión.
- 2.3. Igualdad entre las partes en caso participara el Estado. No debería tener preferencia frente a los demás inversionistas en la liquidación del fondo.

3. Tercer listado:

- 3.1. Correspondencia en la naturaleza del capital (deuda o *equity*) invertido por COFIDE u otra institución estatal y el capital levantado e invertido por parte de los fondos de inversión.
- 3.2. Un préstamo o instrumento de deuda sujeto a pagos periódicos de interés desconocería la naturaleza de las inversiones de los fondos, considerando la inexistencia de flujos en los primeros años del fondo.
- 3.3. Diversificación de las inversiones del fondo en diferentes sectores.
- 3.4. Inversión escalonada en el fondo en base al cumplimiento de determinados *milestones*.
- 3.5. Estrategia de desinversión a través del impulso del mercado alternativo de valores (MAV) en *equity* ya que en la actualidad está operativa la modalidad de deuda en esta plaza.
- 3.6. Visión de invertir en la Alianza del Pacífico a través del desarrollo de un mercado común y la libertad de movimiento de recursos, capital y personas.
- 3.7. Participación de personas naturales con altos patrimonios en los esquemas de *microfondos* VC. Las AFPs no han mostrado interés en el sector.

14.1.5 Jaime Sotomayor

Datos generales:

Entrevistado : Jaime Sotomayor Barrios
Institución : USIL Ventures
Cargo : Director Ejecutivo
País : Perú
Fecha : 6 de diciembre de 2016
Perfil : Incubadora/aceleradora

La entrevista se desarrolló bajo los siguientes parámetros.

a. Misión y rol en el ecosistema de emprendimiento dinámico:

Jaime Sotomayor es el Director Ejecutivo de USIL Ventures, la incubadora/aceleradora de la Universidad San Ignacio de Loyola. En la actualidad, considera que, como persona natural, cumple un rol de facilitador; apoyando a los emprendedores, simplificando ciertas cuestiones engorrosas y facilitando canales de comunicación y *networking* entre las personas. En lo que respecta a USIL Ventures, la institución tiene el objetivo de facilitar el escalamiento de las *startups* parte del programa, enfocándose, a la fecha, en dos verticales principales: biodiversidad y *fintech*.

b. Perspectivas en relación al desarrollo del capital de riesgo:

El entrevistado considera que el capital de riesgo podría desarrollarse como un medio que acompañe un programa de aceleración; por ejemplo, que las *startups* objetivo del fondo sean aquellas que, previamente, han pasado por un programa semejante. De la misma manera, considera que existe una brecha de acceso al capital semilla y falta de *know how* en los inversionistas sobre las particularidades de invertir en una empresa de etapa temprana.

c. Identificación de los Factores Críticos de Éxito (FCE) del Capital de Riesgo (VC):

Para la identificación de los FCE, se siguió el orden propuesto en el esquema de la entrevista; es decir, una primera pregunta abierta al entrevistado para que identifique los FCE (primer listado), una reformulación sobre la primera pregunta (segundo listado) y preguntas al entrevistado que incluyeron alguno de los FCE identificados en el marco teórico (tercer listado).

1. Primer listado:

1.1. *Matching fund* de COFIDE que tenga un *cap* (techo) en sus ganancias.

- 1.2.Un programa que cubra el *management fee* del fondo de capital de riesgo.
- 1.3.Controlar el *management fee* del administrador a fin que exista un incentivo en la generación de valor.
- 1.4.Potenciar la oferta de capital semilla.
- 1.5.Considerar elementos que faciliten la compra y venta privada de *startups*, tanto a nivel local como en el extranjero.
2. Segundo listado:
 - 2.1.Una correcta identificación de las *startups* objetivo, considerando una valorización real.
 - 2.2.Participaciones minoritarias de los inversionistas en las *startups* objetivo.
 - 2.3.Participación activa de los inversionistas; por ejemplo, incluirlos en el Directorio por el valor que aportan a la compañía.
3. Tercer listado:
 - 3.1.Privilegiar estructuras que prioricen la retribución en función a la generación de valor, especialmente que las partes se beneficien por el *carried interest* y no por el *management fee*.
 - 3.2.Generar un solo tipo de compensación: *carried interest*.
 - 3.3.Alineamiento de incentivos en los inversionistas y el administrador del fondo, y entre estos últimos y los emprendedores.
 - 3.4.Identificar *lead investors* que puedan desarrollar una estructura de *syndicates*.
 - 3.5.Diversificación en la cartera de inversión de los fondos.
 - 3.6.Participación de inversionistas institucionales mediante estructuras, por ejemplo, de Fondo de Fondos.

14.1.6 Pedro Neira

Datos generales:

Entrevistado : Pedro Neira Ferrand
Institución : Dating Latam (Mi Media Manzana)
Cargo : CEO – Fundador
País : Perú
Fecha : 6 de diciembre de 2016
Perfil : Emprendedor

La entrevista se desarrolló bajo los siguientes parámetros.

a. Misión y rol en el ecosistema de emprendimiento dinámico:

Pedro Neira es el CEO y fundador de Mi Media Manzana, una plataforma de citas en línea operando en los cuatro países de la Alianza del Pacífico. Anteriormente, se desempeñó como CEO y fundador del portal inmobiliario Adondevivir.com. Entre ambos emprendimientos, el entrevistado calcula haber levantado cerca de USD 5M de inversionistas locales y extranjeros. De la misma manera, se incluyen diversos perfiles de inversionistas, incluyendo *Friends, Family & Fools*, capital semilla, inversión ángel y fondos de VC.

b. Perspectivas en relación al desarrollo del capital de riesgo:

El entrevistado considera que actualmente existe una deficiencia de fondos en todo nivel de la cadena de inversión/financiamiento. En lo relativo a capital semilla, considera que las actuales ofertas de instituciones como Wayra o el programa Start-Up Perú del Ministerio de la Producción deberían enfocarse en generar más incentivos para que los emprendedores, por sus propios recursos, logren compromisos de inversión del sector privado.

c. Identificación de los Factores Críticos de Éxito (FCE) del Capital de Riesgo (VC):

Para la identificación de los FCE, se siguió el orden propuesto en el esquema de la entrevista; es decir, una primera pregunta abierta al entrevistado para que identifique los FCE (primer listado), una reformulación sobre la primera pregunta (segundo listado) y preguntas al entrevistado que incluyeron alguno de los FCE identificados en el marco teórico (tercer listado).

1. Primer listado:

1.1. Mayor cantidad de oferta de capital semilla, *early-stage* y Serie A como validación previa a la entrada de fondos VC.

- 1.2. Una mayor oferta de fondos permitirá tener *follow-on funds* que garanticen la continuidad de la oferta de capital.
 - 1.3. Mayor participación de inversionistas locales a través de capacitaciones o atracción de inversionistas extranjeros que transfieran conocimiento.
 - 1.4. Es fundamental que, para el desarrollo de emprendimientos de alto impacto, exista acceso al capital, talento y a la última tecnología.
2. Segundo listado:
- 2.1. Participación de COFIDE a través de un esquema de coinversión y aplicando una estrategia de *matching* (entrega de inversión en directa proporción al levantamiento de capital por parte del emprendedor).
 - 2.2. Dentro del esquema de fomento, delegar la decisión de inversión a los especialistas, considerando la ausencia de *know how* en la institución del Estado.
 - 2.3. Rol secundario del Estado, delegar la libertad de términos de la inversión a las partes.
3. Tercer listado:
- 3.1. Contar con una tesis de inversión que involucre la identificación de la empresa objetivo, los periodos de madurez, el ticket, las condiciones de *follow-on*, el periodo, los sectores, entre otros.
 - 3.2. En caso COFIDE participe de la inversión, no debería asumir la figura de liderazgo (*lead investor*), ya que implicaría que es el principal aportante al definir las principales condiciones.
 - 3.3. Identificar *lead investors* en el mercado que muevan la participación de más actores.
 - 3.4. La participación de personas naturales con alto patrimonio, *family offices* e inversionistas ángeles es fundamental
 - 3.5. Promover la generación de inversionistas de diferentes perfiles, incluyendo aquellos con antecedentes de emprendedores al tener más conocimiento del mercado.
 - 3.6. Impulsar capacitaciones en inversionistas potenciales que actualmente participan en sectores más tradicionales.

14.1.7 Ana Sofía Valdivia

Datos generales:

Entrevistado : Ana Sofía Valdivia Trujillo
Institución : Endeavor Perú
Cargo : Managing Director
País : Perú
Fecha : 7 de diciembre de 2016
Perfil : Incubadora/aceleradora

La entrevista se desarrolló bajo los siguientes parámetros.

a. Misión y rol en el ecosistema de emprendimiento dinámico:

Endeavor se define como una red global de emprendedores que, en la actualidad, tiene presencia en 25 países. Esta institución está enfocada en el crecimiento de los emprendedores como un medio de generación de riqueza. A su vez, las operaciones de Endeavor se dan en ecosistemas emergentes, incluyendo tanto países en vías de desarrollo como determinadas localidades en países desarrollados.

b. Perspectivas en relación al desarrollo del capital de riesgo:

Las empresas objetivo se ubican en la etapa posterior a la aceleración en el ciclo de vida de la empresa, definiéndose en su mayoría como *scale-ups*. Para ello, se evalúan tres aspectos: i) El emprendedor, en su capacidad de ejecución y su compromiso con el ecosistema; ii) La empresa, en que sea un modelo escalable, que tenga *track record* (USD 2M anuales en ventas, en el Perú podría llegar a USD 1M) y que sea atractiva; iii) El momento, incluyendo la oportunidad en el mercado. En lo relativo al capital de riesgo, Endeavor cuenta con *Endeavor Catalyst*, un fondo de coinversión que opera bajo una estructura de *matching*, en donde el fondo coinvierte en los Emprendimientos Endeavor conjuntamente con inversionistas profesionales y de acuerdo a los términos establecidos por el *lead investor*. Además de apoyar a los emprendedores, las ganancias (*proceeds*) de *Endeavor Catalyst* son reinvertidas en el fondo a fin de garantizar su sostenibilidad. Por otro lado, la entrevistada considera que existe poco desarrollo de capital semilla y un vacío en el acceso a capital entre USD 5-10M en el Perú.

c. Identificación de los Factores Críticos de Éxito (FCE) del Capital de Riesgo (VC):

Para la identificación de los FCE, se siguió el orden propuesto en el esquema de la entrevista; es decir, una primera pregunta abierta al entrevistado para que identifique los FCE (primer

listado), una reformulación sobre la primera pregunta (segundo listado) y preguntas al entrevistado que incluyeron alguno de los FCE identificados en el marco teórico (tercer listado).

1. Primer listado:

- 1.1. Identificar los *economics* de los fondos de inversión (tamaño mínimo – USD 20-30M-, levantamiento de capital, *carried interest*, *tickets* de entrada).
- 1.2. Promover la generación de fondos de inversión domiciliados en el Perú con enfoque regional.

2. Segundo listado:

- 2.1. Participación de COFIDE apoyando en la operatividad del fondo (por ejemplo, cubrir *management fee*).
- 2.2. El *management fee* es necesario dada la inmadurez del ecosistema.
- 2.3. La participación en *equity* tendría el problema de no contar con métricas suficientes.

3. Tercer listado:

- 3.1. Existen algunas limitaciones como el tratamiento fiscal a las ganancias de capital en las notas convertibles.
- 3.2. Facilidades para atraer talento extranjero, por ejemplo, con el ingreso temporal de profesionales.
- 3.3. Potenciar la relación entre los países de la Alianza del Pacífico.
- 3.4. Mecanismos efectivos de desinversión para emprendimientos tradicionales a través de ventas a fondos PE (existe una tendencia de invertir hasta USD 10M)
- 3.5. Mecanismos efectivos de desinversión para emprendimientos de base tecnológica a través de ventas estratégicas a empresas trasnacionales.

14.1.8 Fabio Valentim

Datos generales:

Entrevistado : Fabio Valentim
Institución : Experto – Wayra Perú
Cargo : Experto – Wayra Perú
País : Brasil
Fecha : 9 de diciembre de 2016
Perfil : Emprendedor

La entrevista se desarrolló bajo los siguientes parámetros.

a. Misión y rol en el ecosistema de emprendimiento dinámico:

El entrevistado se desempeña actualmente como experto en Wayra – Perú, especialmente en las áreas de marketing y comunicaciones. De la misma manera, ha desarrollado inversiones en etapas de *Friends, Family & Fools* de *startups* locales. Por otro lado, ha generado vínculos entre compañías locales e inversionistas extranjeros, valiéndose de su amplia red de contactos a nivel regional. En el mediano plazo tiene el objetivo de desarrollar alianzas estratégicas con socios internacionales que le permitan iniciar una aceleradora de emprendimientos de alto impacto social en el Perú.

b. Perspectivas en relación al desarrollo del capital de riesgo:

El entrevistado ha visto el crecimiento de los fondos de capital de riesgo en Brasil a través de la banca de desarrollo, especialmente por el trabajo del Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (BNDES, por sus siglas en portugués). En este caso, considera que los esfuerzos han sido exitosos en desarrollar una amplia oferta de fondos; no obstante, han existido deficiencias en la generación de *deal flow* de compañías invertibles. De la misma manera, considera que uno de los puntos que podría incrementar el *deal flow* local en emprendimientos escalables, sería mejorar la capacidad empresarial de los emprendimientos de base tecnológica; especialmente, aquellos que hacen parte de los programas del Consejo Nacional de Ciencia y Tecnología (Concytec). El incremento del *deal flow* generaría mayores posibilidades para el surgimiento de fondos de inversión locales y la atracción de sus pares internacionales.

c. Identificación de los Factores Críticos de Éxito (FCE) del Capital de Riesgo (VC):

Para la identificación de los FCE, se siguió el orden propuesto en el esquema de la entrevista; es decir, una primera pregunta abierta al entrevistado para que identifique los FCE (primer

listado), una reformulación sobre la primera pregunta (segundo listado) y preguntas al entrevistado que incluyeron alguno de los FCE identificados en el marco teórico (tercer listado).

1. Primer listado:

- 1.1.Participaciones minoritarias en el *equity* de las empresas objetivo (entre 15-18%)
- 1.2.Los fondos buscarían empresas objetivo con las siguientes características: escalabilidad, mercado potencial y crecimiento (tracción) de corto plazo.
- 1.3.Criterios importantes de evaluación en las *startups* objetivo incluyen al equipo, los perfiles dentro del equipo y, en especial, la existencia de un perfil comercial (ventas).
- 1.4.Visión regional de los emprendimiento e inversiones, ya que, el tamaño del mercado local no es atractivo, salvo para el lanzamiento de programas pilotos.
- 1.5.Mercado integrado de los países de la Alianza del Pacífico.
- 1.6.Apoyo de la banca de desarrollo en el acceso al capital para las empresas en etapas tempranas.
- 1.7.Apoyo de la banca de desarrollo en facilitar la transferencia de tecnología y talento.

2. Segundo listado:

- 2.1.Ausencia de capital semilla entre USD 40-100K.
- 2.2.Generar una mayor masa crítica de emprendimientos de alto impacto y escalables.
- 2.3.Desinversión a través de ventas estratégicas a empresas privadas o a fondos de inversión más grandes.
- 2.4.Distribución anticipada de rendimientos a favor de los aportes previo a la desinversión.

3. Tercer listado:

- 3.1.Participación de la banca de desarrollo en esquemas de coinversión en *startups*.
- 3.2.Utilizar mecanismos de inversión como la deuda convertible.
- 3.3.Generar incentivos fiscales para la inversión en etapas tempranas.
- 3.4.Potenciar la oferta de mentores de alto nivel que puedan actuar como *lead investors*.
- 3.5.Incentivar la entrada de nuevos inversionistas como personas naturales con alto patrimonio y fondos de inversión en sectores más tradicionales.

14.1.9 Javier Benavides

Datos generales:

Entrevistado : Javier Benavides
Institución : BBCS Capital
Cargo : Gerente General
País : Perú
Fecha : 9 de diciembre de 2016
Perfil : Inversionista

La entrevista se desarrolló bajo los siguientes parámetros.

a. Misión y rol en el ecosistema de emprendimiento dinámico:

BBCS Capital es una red de inversionistas ángeles cuyo objetivo es conectar a inversionistas ángeles con *startups* de alto potencial de crecimiento. Según comenta el entrevistado, el gran desafío para atraer una mayor cantidad de inversionistas es disminuir el riesgo de la inversión, lo cual sería atendido por BBCS Capital a través de la evaluación de las *startups* previo a la participación de los inversionistas a fin de hacer más selectiva la decisión.

b. Perspectivas en relación al desarrollo del capital de riesgo:

El entrevistado considera que, por las condiciones actuales del ecosistema de emprendimiento dinámico local, su institución está enfocada en las etapas tempranas de compañías que tengan un Producto Mínimo Viable pero que no hayan llegado a punto de equilibrio, con inversiones promedio entre USD 50-500K y la participación de 4 a 6 inversionistas ángeles por inversión. De la misma manera, considera que existe una ausencia de capital semilla para inversiones menores a USD 50K. En el mediano y largo plazo, el entrevistado considera que su institución también podrá integrarse a etapas posteriores a los USD 500K bajo estructuras de capital de riesgo.

c. Identificación de los Factores Críticos de Éxito (FCE) del Capital de Riesgo (VC):

Para la identificación de los FCE, se siguió el orden propuesto en el esquema de la entrevista; es decir, una primera pregunta abierta al entrevistado para que identifique los FCE (primer listado), una reformulación sobre la primera pregunta (segundo listado) y preguntas al entrevistado que incluyeron alguno de los FCE identificados en el marco teórico (tercer listado).

1. Primer listado:

- 1.1. La participación activa del inversionista en la compañía, por ejemplo, en el Comité Consultivo.
 - 1.2. Participaciones minoritarias del inversionista entre 5-25%.
 - 1.3. Protección de derechos de los accionistas minoritarios (cláusulas *drag along* – *tag along*).
 - 1.4. La desinversión a través de ventas estratégicas de la compañía.
 - 1.5. Uso de instrumentos de *equity* o aportes en fondos por parte de COFIDE a fin que comparta el mismo riesgo.
 - 1.6. Participación de COFIDE a través de *matching funds*.
 - 1.7. Facilitar regulación en cuanto al uso de la deuda convertible dado la actual problemática con las ganancias de capital generadas.
2. Segundo listado:
- 2.1. Promover la participación de inversionistas extranjeros a través de la identificación de “trampas de liquidez” relacionadas a aspectos tributarios y cuestiones relacionadas al mercado (*deal flow*).
 - 2.2. Promover la participación de inversionistas locales, principalmente, a través de fondos privados.
 - 2.3. Los tres criterios más importantes que evaluarían los inversionistas son: liquidez, riesgo y rentabilidad.
 - 2.4. Los criterios evaluados por su institución incluyen tres tipos de validaciones: comercial, técnica, legal.
 - 2.5. Importancia de los estatutos y el sistema de gobernanza de la empresa objetivo.
3. Tercer listado:
- 3.1. Identificar claramente el tipo de empresa objetivo y al fundador como criterios de inversión.
 - 3.2. Establecer criterios de selección en las empresas objetivo como la existencia de un Producto Mínimo Viable, cantidad de ventas anuales, cercanía al punto de equilibrio.
 - 3.3. Potenciar la oferta de capital semilla a través de *matching funds*.
 - 3.4. Inversión escalonada en el fondo y el *startup*, respectivamente sujeto al cumplimiento de objetivos.

14.1.10 Margarita Coronado

Datos generales:

Entrevistado : Ana Margarita Coronado Gómez
Institución : Bancoldex
Cargo : Directora de Fondos de Capital Privado
País : Colombia
Fecha : 13 de diciembre de 2016
Perfil : Estado

La entrevista se desarrolló bajo los siguientes parámetros.

a. Misión y rol en el ecosistema de emprendimiento dinámico:

Bancoldex cumple un rol promotor de la industria de capital privado (PE) y capital emprendedor (VC) en Colombia. A la fecha, dicha institución cuenta con dos líneas principales de acción. Por un lado, invierte recursos de su propio patrimonio en participaciones en fondos de PE y VC; por otro lado, cumple con actividades para desarrollar el ecosistema de emprendimiento local en diferentes ámbitos: académico, regulatorio, conexión entre los diferentes actores y búsqueda de inversionistas.

b. Perspectivas en relación al desarrollo del capital de riesgo:

En el mediano plazo, Bancoldex busca generar mayor tracción y dinamismo en la oferta de capital, el cual, se buscará principalmente a través de una estructura de Fondo de Fondos, en donde dicha institución actuará como Gestor Profesional (*General Partner*). De esta manera, la institución podrá ampliar su rol de promoción de la industria a través del levantamiento de capital de terceros y una oferta que incluya las etapas de capital semilla, VC y PE. Finalmente, la entrevistada considera que un aspecto que deberá trabajarse en paralelo a ampliar la oferta de fondos, será la generación de *deal flow* de compañías objetivo que demanden inversión.

c. Identificación de los Factores Críticos de Éxito (FCE) del Capital de Riesgo (VC):

Para la identificación de los FCE, se siguió el orden propuesto en el esquema de la entrevista; es decir, una primera pregunta abierta al entrevistado para que identifique los FCE (primer listado), una reformulación sobre la primera pregunta (segundo listado) y preguntas al entrevistado que incluyeron alguno de los FCE identificados en el marco teórico (tercer listado).

1. Primer listado:

- 1.1.Participación de Bancoldex a través de instrumentos de *equity*, tanto en el futuro programa de Fondo de Fondos como en las anteriores inversiones en fondos. Bancoldex no puede financiar o invertir directamente en las empresas objetivo.
- 1.2.*Track record* del gestor.
- 1.3.Política de inversión y su adecuación con el mercado.
- 1.4.Rigurosidad en la política de inversión del fondo a fin que la tesis de inversión sea sostenible.
- 1.5.Libertad en la evaluación de las propuestas de los gestores o inversionistas postulantes.

2. Segundo listado:

- 2.1.Correcta identificación de las empresas objetivo; no se invierte en ideas, se exige que sea un negocio en marcha y con niveles de ventas existentes.
- 2.2.*Management fee* de acuerdo al mercado, como máximo 2% sobre el capital comprometido.
- 2.3.*Carried interest*, de acuerdo al mercado, 80/20.
- 2.4.Tamaño mínimo de los fondos de USD 20M.
- 2.5.Procesos de desinversión que consideren ventas estratégicas a empresas o fondos de capital.
- 2.6.Participación de inversionistas institucionales locales, incluyendo fondos de pensiones, aseguradoras y, en menor medida, oficinas de familia (*family office*).
- 2.7.Impuesto a las ganancias de capital a fondos podría resultar perjudicial para la promoción del sector.

3. Tercer listado:

- 3.1.Independencia en el gobierno corporativo de Bancoldex, limitando la injerencia política.
- 3.2.Posibilidad de realizar *follow-on funds* a partir del tamaño mínimo del fondo.
- 3.3.Exigencia a gestores y firmas extranjeras para que tengan presencia local.
- 3.4.Desincentivar la existencia de fondos de VC demasiado grandes ante la insuficiencia de *deal flow* en el mercado local.

14.1.11 Sergio Rodríguez

Datos generales:

Entrevistado : Sergio Rodríguez Soria
Institución : Ministerio de la Producción
Cargo : Director de Innovación
País : Perú
Fecha : 15 de diciembre de 2016
Perfil : Estado

La entrevista se desarrolló bajo los siguientes parámetros.

a. Misión y rol en el ecosistema de emprendimiento dinámico:

El Ministerio de la Producción (PRODUCE) tiene la misión general de mejorar las condiciones de productividad y competitividad del país. En lo relacionado al emprendimiento, se ha enfocado en promover la innovación contribuyendo al mejoramiento de las condiciones sistémicas y la articulación de actividades vinculadas a la innovación en la empresa, la innovación en el emprendimiento y la transferencia tecnológica. En la actualidad, a través del programa Start-Up Perú, PRODUCE ha colocado recursos no reembolsables de capital semilla en 180 *startups* y el fortalecimiento de 12 incubadoras y aceleradoras de negocio.

b. Perspectivas en relación al desarrollo del capital de riesgo:

Adicional a los programas dirigidos al fortalecimiento de la capacidad emprendedora, PRODUCE cuenta con una línea de apoyo a la inversión privada en emprendimientos en fase de crecimiento. Esta línea inició promocionando la creación de redes de inversionistas ángeles y, en la actualidad, está próxima la presentación del programa que colocará recursos no reembolsables dirigidos a administradores de fondos de capital de riesgo a fin de solventar los gastos operativos del fondo por un periodo de inversión de 4 años. Vale precisar, que el programa está diseñado de tal manera que la operación del fondo comience recién en 2018. El entrevistado considera que PRODUCE tendrá una labor de promoción dentro del ecosistema de emprendimiento; no obstante, considera que la institución no debería asumir un rol adicional, como sería, por ejemplo, la de un inversionista.

c. Identificación de los Factores Críticos de Éxito (FCE) del Capital de Riesgo (VC):

Para la identificación de los FCE, se siguió el orden propuesto en el esquema de la entrevista; es decir, una primera pregunta abierta al entrevistado para que identifique los FCE (primer listado), una reformulación sobre la primera pregunta (segundo listado) y preguntas al entrevistado que incluyeron alguno de los FCE identificados en el marco teórico (tercer listado).

1. Primer listado:

- 1.1.Capacidad de gestión del fondo.
- 1.2.Capacidad de levantamiento de capital del fondo.
- 1.3.Identificación de las etapas inversión y desinversión.
- 1.4.Facilitar la inversión de riesgo, por ejemplo, ejerciendo un rol de articulador.
- 1.5.Flexibilidad en los parámetros del programa de apoyo.
- 1.6.Flexibilidad en selección de empresas objetivo.
- 1.7.Flexibilidad en las medidas de éxito, por ejemplo, valiéndose aspectos no financieros.
- 1.8.Fomentar la capacidad de inversión de actores locales (comité de inversión, inversionistas, emprendedores con perfil de inversión, administradores de fondos de inversión).

2. Segundo listado:

- 2.1.Potenciar el *deal flow*.
- 2.2.Fomentar *follow-on funds* que puedan atender la brecha de acceso a capital entre etapas tempranas y capital privado.
- 2.3.Tamaño mínimo del fondo (USD 5M)
- 2.4.Compensación al administrador en función a la generación de valor.
- 2.5.*Management fee* de acuerdo a las condiciones del mercado (aprox. USD 100K anual)
- 2.6.Atraer futuros inversionistas (extranjeros, capital privado, incubadoras y aceleradoras)
- 2.7.Flexibilidad en inversión local y extranjera.
- 2.8.Flexibilidad en exigencias de presencia local para fondos extranjeros.

3. Tercer listado:

- 3.1.Participación de COFIDE como inversionista pasivo.
- 3.2.Visión de fondos de inversión regionales

14.1.12 Adriana Tortajada

Datos generales:

Entrevistado : Adriana Tortajada
Institución : Fondo de Fondos
Cargo : Directora
País : México
Fecha : 16 de diciembre de 2016
Perfil : Estado

La entrevista se desarrolló bajo los siguientes parámetros.

a. Misión y rol en el ecosistema de emprendimiento dinámico:

Fondo de Fondos es una estructura especializada en inversiones de capital privado que cumple con dos objetivos principales, por un lado, generar rendimientos ajustados por riesgo atractivos y, por otro lado, fomentar la industria de capital privado en México. En la actualidad, cuenta con cuatro tipos de estrategias: capital privado, energía, mezzanine y capital emprendedor. En lo relativo al capital emprendedor, la institución ha administrado dos fondos de fondos especializados en este tipo de inversión: Mexico Ventures I y Mexico Ventures II.

b. Perspectivas en relación al desarrollo del capital de riesgo:

Fondo de Fondos ha cumplido un rol fundamental en potenciar la oferta de fondos especializados en capital privado y capital emprendedor en México, tanto con inversiones locales como internacionales. Basado en la experiencia previa en la promoción del capital privado, la institución ha desarrollado nuevas líneas de apoyo al capital emprendedor y capital semilla; considerando que aún existen brechas de acceso a capital para empresas en etapa temprana. En el largo plazo, la institución buscaría una estrategia de salida similar al programa israelí Yozma; es decir, que la continuidad de la institución sea adquirida y potenciada por la inversión privada.

c. Identificación de los Factores Críticos de Éxito (FCE) del Capital de Riesgo (VC):

Para la identificación de los FCE, se siguió el orden propuesto en el esquema de la entrevista; es decir, una primera pregunta abierta al entrevistado para que identifique los FCE (primer listado), una reformulación sobre la primera pregunta (segundo listado) y preguntas al

entrevistado que incluyeron alguno de los FCE identificados en el marco teórico (tercer listado).

1. Primer listado:

- 1.1.Participaciones minoritarias en los fondos de inversión.
- 1.2.Desarrollo previo del capital privado para generar credibilidad en el mercado.
- 1.3.El desarrollo del capital privado también potencia *follow-on funds*.
- 1.4.Políticas de buen gobierno corporativo.
- 1.5.Inversiones con enfoque regional.
- 1.6.Participación de inversionistas institucionales como fondos de pensiones, banca de desarrollo, multilaterales, oficinas de familia y emprendedores con éxito.

2. Segundo listado:

- 2.1.Atracción de inversionistas y gestores internacionales.
- 2.2.Apoyo a etapas tempranas como el capital semilla a través de *matching funds*.
- 2.3.Flexibilidad en los criterios de evaluación de fondos postulantes.
- 2.4.Fondo de Fondos no asume rol de *lead investor*.
- 2.5.Identificar las brechas de acceso a capital a fin de no distorsionar el mercado.
- 2.6.Incentivos tributarios sobre las ganancias de capital de los inversionistas.

3. Tercer listado:

- 3.1.Tamaño mínimo del fondo postulante de USD 15M.
- 3.2.*Management fee* de acuerdo a mercado entre 1.5-2.5% sobre capital comprometido.
- 3.3.Retorno esperado de los fondos entre 18-20%.
- 3.4.Priorizar el retorno, luego labor de fomento.
- 3.5.Buscar el efecto multiplicador en la inversión.
- 3.6.Flexibilidad en la forma de inversión (80% en fondos, 20% en coinversión en empresas objetivo).
- 3.7.Protección a los accionistas minoritarios en las estructuras de inversión.
- 3.8.Estrategia de desinversión a través de venta estratégica.
- 3.9.Estrategia de desinversión a través de venta de participación a otro fondo.

14.1.13 Gonzalo Villarán

Datos generales:

Entrevistado : Gonzalo Villarán

Institución : Ministerio de la Producción

Cargo : Director General de Innovación, Transferencia
Tecnológica y Servicios Empresariales

País : Perú

Fecha : 19 de diciembre de 2016

Perfil : Estado

La entrevista se desarrolló bajo los siguientes parámetros.

a. Misión y rol en el ecosistema de emprendimiento dinámico:

El Ministerio de la Producción (PRODUCE) tiene la misión general de mejorar las condiciones de productividad y competitividad del país. Específicamente en lo relativo al emprendimiento dinámico, se ha promovido la innovación en los emprendimientos, la empresa y la transferencia tecnológica. De la misma manera, destacan los resultados de los programas de Innóvate Perú, principalmente en el crecimiento de la masa crítica de emprendimientos, fortalecimiento de incubadoras y aceleradoras de negocio, creación de redes de inversionistas ángeles y, próximamente, en la promoción de la industria de capital emprendedor.

b. Perspectivas en relación al desarrollo del capital de riesgo:

El entrevistado reconoce que el Perú tiene alta capacidad emprendedora; no obstante, las limitaciones se encuentran en la capacidad innovadora de la masa empresarial, por lo que, el principal reto a ser atendido en el ecosistema local no está relacionado a temas financieros estrictamente. No obstante, señala que la labor de PRODUCE en la generación de capital pre-semilla, semilla y la inversión ángel ha sido importante para potenciar el desarrollo del ecosistema de emprendimiento.

c. Identificación de los Factores Críticos de Éxito (FCE) del Capital de Riesgo (VC):

Para la identificación de los FCE, se siguió el orden propuesto en el esquema de la entrevista; es decir, una primera pregunta abierta al entrevistado para que identifique los FCE (primer listado), una reformulación sobre la primera pregunta (segundo listado) y preguntas al

entrevistado que incluyeron alguno de los FCE identificados en el marco teórico (tercer listado).

1. Primer listado:

- 1.1.Liderazgo inicial del Estado en la promoción de fondos de capital emprendedor.
- 1.2.Retornos de la inversión asociados a la generación de valor.
- 1.3.Promover la inversión en ciertas industrias/verticales.
- 1.4.Delegar protagonismo a los inversionistas por el mayor contacto con los emprendedores.

2. Segundo listado:

- 2.1.Promover que fondos de capital privado vean al capital emprendedor como una estrategia de diversificación.
- 2.2.Generar mayor cantidad de fondos que permitan realizar *follow-on*.
- 2.3.Motivar la participación de inversionistas institucionales.
- 2.4.Desinversión a través de ventas estratégicas.
- 2.5.Visión de expandir operaciones a nivel regional.

3. Tercer listado:

- 3.1.Promover regímenes más flexibles para la atracción de mano de obra calificada del extranjero.
- 3.2.Promover programas de *softlanding* que potencien la masa crítica de emprendimientos locales.
- 3.3.Aprovechar las ventajas competitivas de América Latina para promover, por ejemplo, el emprendimiento social.

14.1.14 Carolina Arias

Datos generales:

Entrevistado : Carolina Arias
Institución : Bancoldex
Cargo : Ejecutiva de Capital Privado
País : Colombia
Fecha : 19 de diciembre de 2016
Perfil : Estado

La entrevista se desarrolló bajo los siguientes parámetros.

a. Misión y rol en el ecosistema de emprendimiento dinámico:

Bancoldex promueve el crecimiento empresarial en Colombia como uno de los ejes de desarrollo. Específicamente en lo relativo a capital privado y capital emprendedor, esta institución cumple un rol promotor de la creación de nuevas fuentes de financiamiento a través de la inversión en fondos y la futura creación de un Fondo de Fondos con la misma finalidad. Por el lado no financiero, se desarrollan actividades promotoras del desarrollo del ecosistema de emprendimiento local en diferentes ámbitos.

b. Perspectivas en relación al desarrollo del capital de riesgo:

La institución ha desarrollado conocimiento y buenas prácticas en los últimos años participando como inversionista en una serie de fondos que han potenciado la oferta de capital privado y emprendedor para la masa empresarial en Colombia. En la actualidad, la institución está desarrollando un Fondo de Fondos que, a diferencia de las inversiones anteriores, administrará recursos de terceros y no exclusivamente del patrimonio del banco. De esta manera, a los compartimentos de capital privado y capital emprendedor, se estará sumando un compartimento dirigido a capital semilla, con el fin de llegar a un mayor espectro de mercado, y satisfacer los intereses de inversión de inversionistas potenciales.

c. Identificación de los Factores Críticos de Éxito (FCE) del Capital de Riesgo (VC):

Para la identificación de los FCE, se siguió el orden propuesto en el esquema de la entrevista; es decir, una primera pregunta abierta al entrevistado para que identifique los FCE (primer listado), una reformulación sobre la primera pregunta (segundo listado) y preguntas al entrevistado que incluyeron alguno de los FCE identificados en el marco teórico (tercer listado).

1. Primer listado:

- 1.1.Utilización de instrumentos de *equity* para la inversión en fondos.
- 1.2.Inversión en fondos, no directamente en empresas por parte de Bancoldex.
- 1.3.Potenciar las condiciones del ecosistema de emprendimiento en general para generar masa crítica.
- 1.4.Especialización de gestores e inversionistas en etapa temprana.

2. Segundo listado:

- 2.1.Tamaño mínimo del fondo que permita realizar inversiones *follow-on*.
- 2.2.Espacios en que los emprendedores e inversionistas se conozcan y generen relaciones de confianza (por ejemplo, sesiones 1-1 entre emprendedores e inversionista ángel).
- 2.3.*Track record* del gestor y experiencia demostrada en la actividad a invertir.
- 2.4.Correcta identificación de las empresas objetivo (tamaño de la empresa, potencial de crecimiento).
- 2.5.Conectar, capacitar y sensibilizar a emprendedores e inversionistas que ya operan en el mercado.
- 2.6.Participación de inversionistas institucionales en el Fondo de Fondos como multilaterales, oficinas de familia, gobierno, fondos de pensiones y aseguradoras

3. Tercer listado:

- 3.1.Correcta valuación de la empresa para que los emprendedores sepan la realidad de su compañía, de tal manera que, puedan presentarla y venderla de manera más acertada.
- 3.2.Políticas de buen gobierno corporativo.
- 3.3.Conocimiento de cómo vender la empresa por parte del emprendedor en los casos de empresas familiares.
- 3.4.Desinversión a través de venta privada.

14.1.15 Greg Mitchell

Datos generales:

Entrevistado : Greg Mitchell
Institución : Angel Ventures Perú
Cargo : Managing Director
País : Perú
Fecha : 19 de diciembre de 2016
Perfil : Inversionista

La entrevista se desarrolló bajo los siguientes parámetros.

a. Misión y rol en el ecosistema de emprendimiento dinámico:

Angel Ventures Perú es una red de inversionistas ángeles que cumple el rol de ser el puente de confianza entre los emprendedores e inversionistas, promoviendo el acceso al capital y al conocimiento. En relación a los emprendedores cumple una función orientadora; mientras que, por el lado de los inversionistas mejora la evaluación de las oportunidades de negocios. De la misma manera, busca potenciar las capacidades de los inversionistas ángeles a fin de incrementar la oferta de capital y la posibilidad de acceder a una mayor cantidad de oportunidades de inversión.

b. Perspectivas en relación al desarrollo del capital de riesgo:

La institución reconoce el alto potencial del emprendedor local y la futura creación de un mercado integrado como la Alianza del Pacífico. Dentro de esta visión, planean expandir su presencia en la región y, específicamente en el Perú, entre otros aspectos, por haberse beneficiado por el reciente programa del FOMIN que busca crear un fondo de capital emprendedor con presencia en los países de la Alianza del Pacífico. En la actualidad, la institución considera rondas presemilla entre USD 25-50K y rondas semilla entre USD 250-500K, incluyendo a dos o tres inversionistas por ronda. Por otro lado, considera que los futuros inversionistas de capital emprendedor locales serán emprendedores con éxito o personal vinculado a fondos de impacto regionales; por el contrario, considera que los fondos de capital privado cuentan con perfiles que, preliminarmente, no son compatibles con las inversiones en etapa temprana. Finalmente, el entrevistado considera que uno de los factores críticos para el desarrollo del capital emprendedor en el Perú será el fortalecimiento del *deal flow* de empresas invertibles.

c. Identificación de los Factores Críticos de Éxito (FCE) del Capital de Riesgo (VC):

Para la identificación de los FCE, se siguió el orden propuesto en el esquema de la entrevista; es decir, una primera pregunta abierta al entrevistado para que identifique los FCE (primer listado), una reformulación sobre la primera pregunta (segundo listado) y preguntas al entrevistado que incluyeron alguno de los FCE identificados en el marco teórico (tercer listado).

1. Primer listado:

- 1.1. Potenciar la masa crítica o *deal flow* de emprendimientos dinámicos.
- 1.2. Identificar la inversión como una con mayor enfoque en las personas (emprendedor).
- 1.3. El tamaño del mercado considerado por la empresa objetivo.
- 1.4. Empresas objetivo con tracción, escalabilidad y visión regional.

2. Segundo listado:

- 2.1. Participación de los emprendedores como potenciales inversionistas de riesgo.
- 2.2. Participación de personal vinculado a fondos de impacto con presencia regional como potenciales inversionistas de riesgo.
- 2.3. Participación de inversionistas institucionales.
- 2.4. Tamaño del fondo adecuado para el mercado (entre USD 2-5M) para poder cubrir *management fee* (mínimo USD 200K).
- 2.5. Compensación asociada a la generación de valor.
- 2.6. Promover la existencia de fondos de crecimiento entre USD 1-25M.
- 2.7. Participación promotora del Estado con correcta delimitación de la etapa a atender.
- 2.8. Estrategia de desinversión a través de ventas estratégicas o corporativas.
- 2.9. Establecer criterios para reconocer perfil de buenos gestores.
- 2.10. Políticas de buen gobierno corporativo.

3. Tercer listado:

- 3.1. Incentivar la creación de una serie de fondos pequeños que atiendan la demanda real del mercado.
- 3.2. Promover estructuras de *syndicates* que funcionen como una transición en el proceso de levantamiento de capital del fondo.
- 3.3. Generar confianza entre el gestor y los inversionistas del fondo.
- 3.4. Generar condiciones para que se puedan dar *follow-on* a las empresas exitosas.

14.1.16 Hernán Fernández

Datos generales:

Entrevistado : Hernán Fernández
Institución : Angel Ventures México
Cargo : Managing Partner
País : Perú
Fecha : 20 de diciembre de 2016
Perfil : Inversionista

La entrevista se desarrolló bajo los siguientes parámetros.

a. Misión y rol en el ecosistema de emprendimiento dinámico:

Angel Ventures México fue la primera red de inversionistas ángeles en México y, hoy en día, es la red más grande de Latinoamérica con cuatro (4) oficinas en la región, más de 3,000 propuestas de inversión evaluadas, 84 *startups* incubadas y una red de más de 400 inversionistas ángeles. Además de cumplir un rol intermediario entre los inversionistas ángeles y las empresas objetivo, la institución ejecuta actividades de desarrollo del ecosistema, un programa de incubación, coinversión con los inversionistas ángeles y la administración de fondos de inversión. De esta manera, si bien el principal rol de la institución está relacionado a la inversión, la naturaleza de la actividad requiere que también se apoyen esfuerzos no financieros de promoción del ecosistema.

b. Perspectivas en relación al desarrollo del capital de riesgo:

Actualmente, Angel Ventures México ha lanzado su segundo fondo de capital emprendedor, el mismo que tendrá como objetivo invertir en *startups* de los países de la Alianza del Pacífico a fin de convertirlos en jugadores regionales. La demanda de capital atendida por la institución oscila entre los USD 100-500K para los inversionistas ángeles y a partir de los USD 2M para los fondos de capital emprendedor. Por otro lado, el entrevistado considera que una manera eficiente de promover la industria de capital emprendedor es a través de la asunción de gastos administrativos por un periodo máximo de 2 o 3 años por parte de una institución de desarrollo. De la misma manera, considera que el aporte en *equity* del Estado también podría resultar beneficioso, siempre que cada actor desarrolle las actividades acorde a sus capacidades e intereses. Adicional a promocionar la oferta de capital emprendedor, el entrevistado considera crítico desarrollar actividades de fortalecimiento del ecosistema de emprendimiento y la generación de masa crítica.

c. Identificación de los Factores Críticos de Éxito (FCE) del Capital de Riesgo (VC):

Para la identificación de los FCE, se siguió el orden propuesto en el esquema de la entrevista; es decir, una primera pregunta abierta al entrevistado para que identifique los FCE (primer listado), una reformulación sobre la primera pregunta (segundo listado) y preguntas al entrevistado que incluyeron alguno de los FCE identificados en el marco teórico (tercer listado).

1. Primer listado:

- 1.1. Cobertura de gastos operativos del gestor por 2 o 3 años.
- 1.2. Instrumento de *equity* siempre que el Estado y privado asuman roles de acuerdo a sus capacidades e intereses particulares.
- 1.3. Criterios rigurosos de selección de gestores, no solo evaluación en papel.
- 1.4. Evaluación de pertenencia del gestor dentro del ecosistema.
- 1.5. La promoción del capital emprendedor es necesaria dado el alto nivel de riesgo, distinto al capital privado que trabaja con empresas maduras.
- 1.6. Tamaño mínimo del fondo alrededor de USD 20M.
- 1.7. *Management fee* de 2.5% anual.
- 1.8. Compensación del gestor asociado a la generación de valor.
- 1.9. Capital humano altamente especializado.

2. Segundo listado:

- 2.1. Articulación entre oferta y demanda de capital para emprendimientos dinámicos.
- 2.2. Promover la oferta de capital dirigido a empresas de etapa temprana.
- 2.3. Potenciar la masa crítica de emprendimientos dinámicos.
- 2.4. Diversificación de las inversiones por sectores, países.
- 2.5. Desarrollo del ecosistema, capacitaciones a los actores.
- 2.6. Atracción de talento extranjero.
- 2.7. Acceso a la mejor tecnología.
- 2.8. Tamaño del mercado. En la región destaca Brasil, la Alianza del Pacífico se plantea como una alternativa ante la situación actual del primero.
- 2.9. Políticas de libre mercado, contrario al proteccionismo de Brasil.

3. Tercer listado:

- 3.1. Desinversión a través de ventas estratégicas con planes de expansión en la región.
- 3.2. Integración regional para lograr salidas más grandes.
- 3.3. *Follow-on funds* para incrementar el valor de una empresa para no acelerar una desinversión.
- 3.4. Integración de empresas similares dentro de los países de la región a fin de convertirlas en un actor regional y potenciar su valuación.
- 3.5. Incentivos fiscales para la inversión en etapas tempranas.

14.1.17 Arturo Torres

Datos generales:

Entrevistado : Arturo Torres

Institución : Ministerio de Producción de la Nación

Cargo : Director Nacional de Capital Emprendedor

País : Argentina

Fecha : 22 de diciembre de 2016

Perfil : Estado

La entrevista se desarrolló bajo los siguientes parámetros.

a. Misión y rol en el ecosistema de emprendimiento dinámico:

La Dirección Nacional de Capital Emprendedor pertenece a la Secretaría de Emprendedores y PYMES del Ministerio de Producción de la Nación en Argentina. Esta Dirección tiene como objetivo promocionar el desarrollo de las *startups* argentinas, especialmente en los campos vinculados al acceso al capital o financiamiento. Dentro de este objetivo, existen tres programas específicos: i) Apoyo al desarrollo de una red de incubadoras de negocios; ii) Apoyo al desarrollo de aceleradoras de negocios a través de *matching funds* bajo instrumentos de *pseudo equity* con tope en el retorno (cap) de 3x para el Estado; iii) Promoción de fondos de expansión (Serie A) dirigida a gestores de fondos para potenciar el crecimiento regional de las empresas objetivo.

b. Perspectivas en relación al desarrollo del capital de riesgo:

Actualmente, el programa relacionado a la promoción de la red de incubadoras se encuentra en operación. Por otro lado, el programa de desarrollo fondos de expansión, se encuentra pendiente de la aprobación de un proyecto de ley del ministerio que busca crear un vehículo de inversión independiente administrado por dicha cartera a fin de evitar cualquier tipo de injerencia. Vale señalar que dentro de este proyecto de ley se han incluido otros tres ejes relevantes: i) Constitución de una sociedad en un día; ii) Beneficios fiscales a inversionistas de capital emprendedor; y, iii) Marco legal para el *crowdfunding* (equivalente al *Jobs Act* estadounidense). En términos generales, el entrevistado considera que la labor promotora del Estado debe basarse en crear el entorno idóneo para que los privados sean los actores principales de las operaciones de capital emprendedor. Incluso, el programa de promoción de fondos tiene como objetivo que el privado adquiera la participación del Estado en casos de éxito.

c. Identificación de los Factores Críticos de Éxito (FCE) del Capital de Riesgo (VC):

Para la identificación de los FCE, se siguió el orden propuesto en el esquema de la entrevista; es decir, una primera pregunta abierta al entrevistado para que identifique los FCE (primer listado), una reformulación sobre la primera pregunta (segundo listado) y preguntas al entrevistado que incluyeron alguno de los FCE identificados en el marco teórico (tercer listado).

1. Primer listado:

- 1.1. Independencia del vehículo de inversión ante injerencias externas a fin de generar confianza en los inversionistas.
- 1.2. Tamaño mínimo del fondo en USD 30M (18M privado, 12M Estado).
- 1.3. Participación secundaria y pasiva del Estado. El privado está cerca de los emprendedores por lo que le corresponden las decisiones de inversión.
- 1.4. Masa crítica de emprendimientos dinámicos, potenciar *pipeline*.

2. Segundo listado:

- 2.1. A futuro, los aportantes del Fondo de Fondos deberían ser terceros, preferentemente privados.
- 2.2. Fondos intangibles para poder comprometerse a largo plazo.
- 2.3. Elegibilidad de los proyectos (emprendimientos dinámicos y con escala).
- 2.4. Establecer criterios flexibles sobre nacionalidad de las empresas objetivo. Beneficiar realmente al público objetivo más allá de las formalidades.
- 2.5. Participación del Estado como un LP.
- 2.6. Instrumentos de inversión de *pseudo equity* por parte del Estado.
- 2.7. Posibilidad de compra de la participación del Estado por parte del inversionista en casos de éxito.
- 2.8. Comité de inversiones del programa público de promoción que solo revisará las formalidades.
- 2.9. Flexibilidad en que el gestor realice *follow-on* a determinadas empresas con sus recursos.

3. Tercer listado:

- 3.1. Flexibilidad en las estrategias de desinversión, por ejemplo, con ventas en jurisdicciones más cercanas al inversionista.
- 3.2. Estrategia de desinversión por venta estratégica, considerando que es la realidad del mercado.
- 3.3. Promoción del mercado de capitales para que se convierta en una alternativa de desinversión.

14.1.18 José Miguel Porto

Datos generales:

Entrevistado : José Miguel Porto
Institución : Montezuma & Porto
Cargo : Socio Fundador
País : Perú
Fecha : 4 de enero de 2017
Perfil : Abogado

La entrevista se desarrolló bajo los siguientes parámetros.

a. Misión y rol en el ecosistema de emprendimiento dinámico:

Montezuma & Porto es una firma de abogados en el Perú especializada en telecomunicaciones, tecnologías de la información y negocios digitales. La firma ha participado en la provisión de servicios legales a incubadoras de negocios, *startups* locales y en el asesoramiento ante el levantamiento de nuevas rondas de inversión de estos últimos. El entrevistado considera que, además de los servicios brindados a las *startups*, la firma cumple un rol de facilitador entre las incubadoras, los inversionistas y los emprendedores locales en donde aún es necesario promover conocimiento y buenas prácticas sobre el sector.

b. Perspectivas en relación al desarrollo del capital de riesgo:

El entrevistado considera que actualmente existen desafíos para el desarrollo de una oferta de capital emprendedor (tanto mediante redes de inversionistas ángeles como mediante fondos de capital de riesgo) para las *startups* locales; como son la escasez de una masa crítica de emprendimientos de alto impacto. El entrevistado considera que el ecosistema de emprendimiento dinámico en el país se podría potenciar con la reducción de los costos de transacción que, en la actualidad, se genera por limitaciones en el marco legal y cierto desconocimiento y escasez de términos y condiciones estandarizadas en el mercado de financiamiento de *startups*.

Las experiencias de mercado en rondas de inversión asesoradas por la firma arrojan que las rondas de inversión semilla se dan entre USD 100-500K, con tickets promedio entre USD 20-50K por inversionista.

c. Identificación de los Factores Críticos de Éxito (FCE) del Capital de Riesgo (VC):

Para la identificación de los FCE, se siguió el orden propuesto en el esquema de la entrevista; es decir, una primera pregunta abierta al entrevistado para que identifique los FCE (primer listado), una reformulación sobre la primera pregunta (segundo listado) y preguntas al entrevistado que incluyeron alguno de los FCE identificados en el marco teórico (tercer listado).

1. Primer listado:

- 1.1.Potenciar la masa crítica de emprendimientos dinámicos.
- 1.2.Potenciar la calidad y capacidad técnica de los emprendimientos.
- 1.3.Reducción de costos de transacción entre inversionista y emprendedor.

2. Segundo listado:

- 2.1.En rondas semilla, se recomiendan estructuras sencillas que reduzcan los costos de transacción a la compra/venta de acciones comunes.
- 2.2.Las acciones preferentes se recomiendan para rondas más avanzadas. Las acciones preferentes traen como consecuencia que se deban negociar otros aspectos que elevan los costos de transacción como son: (i) preferencia en dividendos; (ii) derechos de preferencia en liquidación; (iii) disposiciones de protección; (iv) cláusulas anti-dilución, (v) conversión facultativa; (vi) redención obligatoria; (vii) derechos de *tag-along*; (viii) derechos de *drag-along*, entre otros.
- 2.3.La principal preocupación de un inversionista es el retorno de su inversión en un periodo determinado de tiempo y la incertidumbre de verse diluido ante nuevas rondas de inversión a valorizaciones menores (*down-round*).
- 2.4.Si consideramos que un fondo tiene un *management fee* del orden del 2% del capital comprometido, el fondo ideal debe tener un tamaño no menor de USD20M para poder tener una *management fee* de USD 400K que utilizar en el tiempo de vida del fondo (5 años) a un ratio de USD 80K anuales que permita cubrir los costos operativos del fondo.
- 2.5.Deficiencias regulatorias en la manera como se han venido estructurando los instrumentos de deuda convertible. Recomendación de uso de deuda más opción de compra que permite que el exceso sobre el valor nominal pagado por las acciones se pueda reconocer como una prima de capital (siendo el reto que la opción debe contener los elementos esenciales de la compra de acciones, como son la valorización de la empresa, lo cual es siempre difícil de determinar en el tiempo).

3. Tercer listado:

- 3.1.Limitaciones regulatorias para la entrega de acciones a cambio de servicios a los colaboradores clave de la sociedad.

- 3.2.Existen barreras burocráticas en el mercado que incrementan innecesariamente los costos de transacción (como son, procesos notariales e inscripciones registrales innecesarias en ciertos casos).
- 3.3.Reglas de valor de mercado en la transferencia de acciones que aplican a la transferencia de acciones en *startups* que no cuentan con un mercado líquido en la cual puedan ser transadas estas acciones.

14.1.19 Gianni Romaní

Datos generales:

Entrevistado : Gianni Romaní Chocce
Institución : Universidad Católica del Norte
Cargo : Directora Programas de Postgrado
País : Chile
Fecha : 5 de enero de 2017
Perfil : Academia

La entrevista se desarrolló bajo los siguientes parámetros.

a. Misión y rol en el ecosistema de emprendimiento dinámico:

La entrevistada considera que la academia cumple un rol importante dentro del ecosistema de emprendimiento dinámico al ser una canal de educación para los distintos actores, promover espacios de visualización sobre la actividad y permitir la evaluación del impacto de los programas públicos y privados de capital emprendedor. Además del amplio desarrollo de textos académicos en capital de riesgo informal (inversionistas ángeles) y capital de riesgo formal (fondos de capital de riesgo), la institución promueve el desarrollo de redes de inversionistas ángeles; no obstante, cuenta con una limitación respecto a actividades lucrativas de las instituciones educativas en Chile.

b. Perspectivas en relación al desarrollo del capital de riesgo:

La entrevistada considera que, a pesar de los esfuerzos de la Corporación Financiera de Fomento (CORFO), existen algunas limitaciones que no han permitido el desarrollo de una industria de capital de riesgo en Chile. Dentro de estos factores destaca la falta de institucionalidad (reglamento o política dirigida a promover la inversión de capital de riesgo), la falta de cultura y consciencia sobre la importancia de este tipo de inversión y la confianza entre el inversionista y emprendedor. De la misma manera, la entrevistada considera que el gran desafío está en promocionar la base de la pirámide inversionista, especialmente en los inversionistas ángeles, quienes podrán atender demandas de capital menores a la de fondos de capital de riesgo y convertirse en potenciales gestores de fondos de la misma naturaleza.

c. Identificación de los Factores Críticos de Éxito (FCE) del Capital de Riesgo (VC):

Para la identificación de los FCE, se siguió el orden propuesto en el esquema de la entrevista; es decir, una primera pregunta abierta al entrevistado para que identifique los FCE (primer

listado), una reformulación sobre la primera pregunta (segundo listado) y preguntas al entrevistado que incluyeron alguno de los FCE identificados en el marco teórico (tercer listado).

1. Primer listado:

- 1.1. Política dirigida a la promoción del capital de riesgo.
- 1.2. Cultura y consciencia en la población sobre la importancia del capital de riesgo.
- 1.3. Promover lazos de confianza entre el emprendedor e inversionista.

2. Segundo listado:

- 2.1. Claridad en el objetivo del fondo, reglamento interno, grados de participación del inversionista y políticas de diversificación.
- 2.2. Compensación del gestor asociada a la generación de valor.
- 2.3. Incentivar a la gerencia de la empresa objetivo a través de *stock options*.
- 2.4. Promover la generación de gestores de fondos especializados en la inversión en etapas tempranas.
- 2.5. Evaluar *track record* del gestor del fondo.
- 2.6. Políticas de buen gobierno corporativo en los fondos y empresas objetivo.
- 2.7. Exoneraciones al impuesto a las ganancias de capital de inversionistas de fondos de capital de riesgo.

3. Tercer listado:

- 3.1. Utilización de un instrumento de deuda para promover la generación de fondos de capital de riesgo. Este instrumento resulta menos riesgoso para el Estado.
- 3.2. Para promover la industria, el Estado debe arriesgar, pero también debería incentivar el riesgo del sector privado.
- 3.3. Tesis de inversión del fondo de acuerdo a las expectativas del programa de promoción de capital de riesgo.
- 3.4. Participación de fondos de capital de riesgo a partir de rondas por encima de los USD 500K. Para rondas menores, la fuente son los inversionistas ángeles.
- 3.5. Promocionar el fortalecimiento de los inversionistas ángeles como oferta directa de capital a los emprendimientos en etapa temprana y potenciales gestores de fondos de capital de riesgo.
- 3.6. Desinversión a través de ventas privadas ya que el mercado de valores es aún ilíquido.

14.1.20 Dulio Costa

Datos generales:

Entrevistado : Dulio Costa
Institución : Macrocapitales S.A.F.I
Cargo : CEO & Managing Partner
País : Perú
Fecha : 5 de enero de 2017
Perfil : Inversionista

La entrevista se desarrolló bajo los siguientes parámetros.

a. Misión y rol en el ecosistema de emprendimiento dinámico:

Macrocapitales es una Sociedad Administradora de Fondos de Inversión (SAFI) cuyos principales objetivos de inversión abarcan los sectores de salud, educación, industria, agro exportación, comercio y energía. La institución está especializada en la industria de capital privado, invirtiendo en capital de crecimiento en empresas en marcha con una clara oportunidad de mercado y alto potencial de crecimiento. De la misma manera, las inversiones de la institución incluyen una participación activa en la gestión de las empresas, a nivel de directorio y gerencia, además de auditoría.

b. Perspectivas en relación al desarrollo del capital de riesgo:

El entrevistado considera que, bajo las actuales condiciones de mercado, su institución aún no encuentra atractivo el sector de capital emprendedor o etapas tempranas. Para ello, considera que existe un cuello de botella en la promoción de la industria de capital emprendedor, ya que, el funcionamiento de las instituciones del Estado no sería compatible con la naturaleza flexible y dinámica requerida por los administradores de fondos. Esta limitación también sería replicable a potenciales aportantes del fondo como administradoras de fondos de pensiones, oficinas de familia y aseguradoras. Por otro lado, considera que, dentro del rol promotor de este tipo de activos, debería apuntarse a potenciar a los inversionistas ángeles o promover que este perfil de inversionistas se convierta en potenciales administradores de fondos de capital emprendedor. Finalmente, considera que los fondos de capital privado en el Perú incluyen montos promedios entre USD 10-40M.

c. Identificación de los Factores Críticos de Éxito (FCE) del Capital de Riesgo (VC):

Para la identificación de los FCE, se siguió el orden propuesto en el esquema de la entrevista; es decir, una primera pregunta abierta al entrevistado para que identifique los FCE (primer listado), una reformulación sobre la primera pregunta (segundo listado) y preguntas al entrevistado que incluyeron alguno de los FCE identificados en el marco teórico (tercer listado).

1. Primer listado:

- 1.1. Gestor profesional con perfil de ex gerente general y con conocimiento y administración de riesgos.
- 1.2. *Track record* y calidad del equipo gestor.
- 1.3. Promover la inversión de personas naturales a través del establecimiento de una norma equivalente a la existente sobre fondos mutuos (tratamiento tributario excesivo).
- 1.4. Limitar los derechos políticos de los inversionistas que sean personas naturales.
- 1.5. Priorizar la participación de inversionistas institucionales (AFP, ONP, seguros).
- 1.6. *Management fee* mínimo de USD 600K anual para la operación de un fondo de capital privado.
- 1.7. Compromiso del gestor por 5% del capital comprometido, lo que signifique un esfuerzo para el gestor.
- 1.8. Desinterés de los inversionistas por adquirir posiciones minoritarias en capital privado.
- 1.9. Promover la participación de inversionistas ángeles dentro de las estructuras de capital emprendedor.

2. Segundo listado:

- 2.1. Potenciar la masa crítica y sofisticación de las empresas objetivo.
- 2.2. Entre más temprana sea la etapa de inversión, se necesitará mayor especialidad en el equipo, lo que podría incrementar costos.
- 2.3. El Estado podría ofertar una póliza de seguro de riesgo profesional.

3. Tercer listado:

- 3.1. Compensación asociada a la generación de valor, tanto a nivel de gestor como de empresa objetivo.
- 3.2. Incentivar a la gerencia general de las empresas objetivo a través de *stock options*.
- 3.3. En la desinversión, flexibilidad para que el gestor pueda vender su participación en la oportunidad correcta.
- 3.4. Políticas de buen gobierno corporativo en la empresa objetivo.
- 3.5. El gestor cumple un rol de *coach* y seguimiento en la empresa objetivo.
- 3.6. Incentivar la confianza entre el gestor y los aportantes, y la empresa objetivo.